

## Frankreich nach der Wahl: Was nun?

Die Demoskopen behielten weitgehend recht: Emmanuel Macron siegt bei den französischen Präsidentschaftswahlen souverän und kommt auf einen Stimmenanteil von 66 %. An den Finanzmärkten fällt die Reaktion derweil verhalten aus, was zeigt, dass ein Wahlsieg Macrons bereits weitgehend eingepreist war. Nun richtet sich der Blick auf die fundamentale Situation.

### Wichtiger Sieg

Emmanuel Macron setzt sich bei der französischen Präsidentschaftswahl durch. Das ist nicht nur ein Sieg für Emmanuel Macron, sondern auch für die EU. Die Demoskopen können sich dieses Mal die Hände schütteln: Die Ehre der Zukunft ist gerettet. Die Umfrageergebnisse haben sich weitgehend bestätigt.

Der Wahlsieg von Emmanuel Macron ist von grosser Bedeutung. Gerade bei den nun beginnenden Austrittsverhandlungen mit Grossbritannien ist es wichtig, dass die EU Einigkeit beweist. Die Chancen sind günstig, dass Frankreich und Deutschland wieder enger zusammenrücken. Nur wenn beide grossen Nationen an einem Strang ziehen, haben die EU und die Eurozone eine Chance. Theresa May dürfte sich vermutlich geschlossenen EU-Reihen gegenüber sehen. Grund zur überschwänglichen Freude besteht jedoch nicht. Die antieuropäischen Parolen von Marine Le Pen stiessen bei vielen Bevölkerungsschichten auf Gegenliebe. Frankreich bleibt deshalb auch nach den Wahlen eine geteilte Nation. Emmanuel Macron darf nun nicht die Hände in den Schoss legen. Der neue Präsident ist aufgefordert, für frischen Wind im angestaubten wirkenden Élysée-Palast zu sorgen. Die Voraussetzungen hierfür sind günstig. Macron und seine Bewegung «En Marche!» können vermutlich auch bei den bevorstehenden Parlamentswahlen punkten. Die Tür für Reformen steht weit offen. Nutzt Macron die Chance nicht, dürfte Le Pen im Jahr 2022 beste Chancen auf den Präsidentschaftssitz haben.

### Wirtschaftliche Bestandsaufnahme

Die französische Wirtschaft hat sich von der internationalen Finanzkrise und der anschliessenden Staatsschuldenkrise im Euroraum weitgehend erholt. Nach einem Durchhänger im Jahr 2012, der massgeblich auf die Staatsschuldenkrise im Euroraum zurückzuführen ist, wächst die französische Wirtschaft seit dem Frühjahr 2013 wieder weitgehend im Gleichschritt mit dem Produktionspotenzial. Im Jahr 2016 verbuchte die französische Volkswirtschaft einen BIP-Zuwachs von 1.2 %. Im laufenden Jahr könnte ein Plus von 1.3 % auf der Agenda stehen. Vor allem die Inlandsnachfrage entwickelt sich immer mehr zum Konjunkturmotor. Die ultraexpansive Geldpolitik der EZB regt die französische Wirtschaft nicht nur über den schwächeren Wechselkurs an. Die niedrigen Zinsen stimulieren auch die Kreditnach-

frage. So haben die Geldausleihungen an Unternehmen und private Haushalte seit 2014 deutlich angezogen. Auch strukturell ist Frankreich zumindest auf dem Papier voran gekommen. So hat die französische Regierung unter Präsident Hollande mehrere Arbeitsmarktreformen verabschiedet, um den Arbeitsmarkt flexibler zu machen. So können Unternehmen bei wirtschaftlichen Problemen leichter von Tarifverträgen abweichen, sowohl bei der Entlohnung als auch bei der Arbeitszeit. Auch Massentlassungen wurden erleichtert. Parallel hierzu haben sich die Voraussetzungen für betriebsbedingte Kündigungen gelockert. Sie sind nun möglich, wenn die Ertragslage und der Umsatz über mehrere Quartale in Folge sinken, oder wenn es über mehrere Monate hintereinander zu Geschäftsverlusten oder einer starken Verschlechterung der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens kommt. Weiterhin sind Entlassungen bei einer notwendigen Umstrukturierung aus Wettbewerbsgründen erlaubt. Tatsächlich ist also der französische Arbeitsmarkt bereits schon in den vergangenen Jahren flexibilisiert worden. Dem bekennenden Reformer Macron geht dies allerdings noch nicht weit genug. Geht es nach seinem Willen, sollen weitere Reformen durchgewunken werden

### Macron: Der Europäer

Emmanuel Macron ist ein erklärter Europäer. Statt zu Deutschland auf Distanz zu gehen, möchte er mit dem Nachbarland die europäische Integration vorantreiben. Wirtschaftspolitisch stehen folgende Wunschmassnahmen im Vordergrund:

- Lockerung der 35-Stunden-Woche.
- Weitere Öffnung der Tarifverträge: Die grossen nationalen Arbeitskämpfe sollen der Vergangenheit angehören, Löhne sollen zukünftig wenigstens auf Branchen-, noch besser auf Betriebsebene, ausgehandelt werden.
- In Anlehnung an die deutsche Hartz-IV-Reform soll zukünftig das Motto «Fördern und Fordern» bei arbeitspolitischen Massnahmen gelten. Weiterbildungs- und Förderprogramme sollen ausgebaut werden. Andererseits dürfen Arbeitslose im Gegenzug zukünftig nicht mehr jeden angebotenen Job ablehnen.
- Die Unternehmenssteuer soll von 33.3 auf 25 % sinken.

Macrons Reformagenda setzt auf ausgeprägte wirtschaftsliberale Elemente, gleichzeitig soll allerdings die Unterstützung für Menschen mit schlechten Chancen auf dem Arbeitsmarkt gezielt ausgebaut werden. Möglicherweise kann Macron mit dieser Politik tatsächlich der streikfreudigen französischen Bevölkerung einen neuen wirtschaftspolitischen Kurs schmackhaft machen. Für die Umsetzung der geplanten Reformen ist Macron allerdings auch auf ein starkes Abschneiden bei den im Juni stattfindenden Parlamentswahlen angewiesen. Umfragen deuten darauf hin dass «En Marche!» zwar als stärkste Kraft aus

den Wahlen hervorgehen wird, die absolute Mehrheit jedoch verfehlen wird.

#### Finanzmarktausblick unter Emmanuel Macron

Auf den ersten Wahldurchgang haben die Finanzmärkte mit klaren Zugewinnen reagiert. Die unmittelbaren Marktreaktionen im Anschluss an die finale Runde fielen nun aber verhalten aus, was zeigt, dass ein Wahlsieg von Emmanuel Macron weitgehend eingepreist war.

#### EUR/USD

Der Euro reagierte im asiatischen Handel mit moderaten Aufwertungen und übersprang kurzzeitig die Marke von 1.10. Wir rechnen nicht damit, dass der Euro auf Sicht der kommenden Wochen weiter zulegen wird. An den Finanzmärkten dürfte die transatlantische Zinsdifferenz in den Fokus rücken. Fortgesetzte Zinserhöhungen der US-Notenbank und eine weitere lockere Geldpolitik der EZB sprechen dafür, dass das Währungspaar EUR/USD die Marke von 1.02 ins Visier nimmt. Bevor ein neuerlicher Fall zu tieferen Niveaus beim Währungspaar EUR/USD auf der Agenda steht, könnte allerdings noch etwas Geduld gefragt sein. Mit dem Überschreiten der Marke von 1.0850 betrat der Euro neues charttechnisches Terrain. Die von uns erwartete USD-Stärke bedarf deshalb voraussichtlich eines starken neuen Impulses.

#### EUR/CHF

Die SNB dürfte ihre Interventionen zurückfahren, da aufgrund des ausgebliebenen Worst-Case auch die Risikoaversion und damit auch die Kapitalzuflucht in den Franken-Raum abnehmen. Wechselkursnotierungen im Bereich zwischen 1.06 und 1.08 erscheinen als das wahrscheinlichste Szenario. Dies impliziert eine moderate Euro-Schwäche gegenüber dem Franken in den kommenden Wochen.

#### Renditen

Die EZB wird aufgrund der zurückgehenden politischen Risiken ein Tapering, also eine schrittweise Reduktion des monatlichen Wertpapieraufkaufvolumens ab dem Jahr 2018, nun eher in Erwägung ziehen als dies etwa bei einem Wahlsieg von Marine Le Pen der Fall gewesen wäre. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen bzw. 10-jähriger Eidgenossen werden bis auf Niveaus von 0.5 % resp. 0.0 % zulegen.

#### Aktienmarkt

Die aktuellen leicht schwächeren Marktergebnisse zeigen, dass der Wahlsieg von Emanuel Macron in der Stichwahl weitgehend eingepreist war. Die grosse Furcht vor dem Front Nationale ist zwar vorerst vom Tisch, die grosse Zahl an Stimmenthaltungen zeigen jedoch, dass es alles andere als einfach wird, das gesplittete Frankreich wieder zu einen und den Kurs der wirtschaftlichen Erholung fortzusetzen. Für den im europäischen Vergleich ohnehin hoch bewerteten französischen Aktienmarkt bleiben die Chancen für einen weiteren grossen Kurssprung

dann auch relativ klein. Die Bewertung ist nach der jüngsten Kursrallye weiter angestiegen und gilt gerade im innereuropäischen Vergleich als relativ strapaziert. Für Frankreich gilt, was mittlerweile für beinahe die ganze Eurozone gilt: Für weitere Kursavancen wird die Luft angesichts der starken Börsenentwicklung seit Jahresanfang zusehends dünner. Innerhalb der Eurozone weisen klassische Peripheriestaaten wie Spanien oder Italien (wenn auch in kleinerem Umfang) noch Potenzial auf. Die grössten Chancen orten wir derzeit wieder bei den Schwellenländern mit Fokus auf Asien. Die Region profitiert klar von positiven Gewinnrevisionen bei gleichzeitig verhältnismässig tiefer Bewertung. Der US Präsident scheint in der politischen Realität angekommen zu sein und extreme Forderungen nach Handelsbeschränkungen sind zumindest vorerst vom Tisch. Aktuell zeigen sich sogar erste positive Signale aus dem Weltmarkt. Wir favorisieren daher die Schwellenländer mit Fokus auf Asien.

#### Fazit

Die politischen Risiken in der EU schwächen sich spürbar ab. Der Blick richtet sich in den kommenden Wochen und Monaten verstärkt wieder auf die Fundamentaldaten. Da die Inflationsraten in der Eurozone tief bleiben werden und die US-Wirtschaft an Fahrt gewinnt, spricht vieles dafür, dass die transatlantische Zinsdifferenz zunehmen wird. Der US-Dollar sollte deshalb wieder Stärke zeigen können. Für die Aktienmärkte gilt derzeit: Die Luft für weitere Kursavancen wird zunächst dünner – auch wenn mit den französischen Präsidentschaftswahlen das grösste politische Einzelrisiko in diesem Jahr nun wegfällt. Chancen sehen wir am ehesten noch in Peripheriestaaten wie Spanien oder Italien sowie bei ausgesuchten Einzeltiteln. Aufgrund einer relativ günstigen Bewertung bleiben aber Schwellenländeraktien mit Fokus auf Asien unser Favorit.

## Kontakt

### VP Bank AG

Aeulestrasse 6  
9490 Vaduz · Liechtenstein  
T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 · info@vpbank.com

### VP Bank (Schweiz) AG

Bahnhofstrasse 3  
8001 Zürich · Schweiz  
T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com

### VP Bank (Luxembourg) SA

26, Avenue de la Liberté  
L-1930 Luxembourg · Luxemburg  
T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com

### VP Bank (BVI) Ltd

VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341  
Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln  
T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com

### VP Bank (Singapore) Ltd

8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1  
Singapur 018960 · Singapur  
T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com

## Verantwortlich für den Inhalt

Bernd Hartmann, Leiter Group Investment Research

Autoren:

Dr. Thomas Gitzel, Chefökonom

Rolf Kuster, Senior Investment Strategist

## Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [https://www.vpbank.com/rechtliche\\_hinweise](https://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)