

## Französische Präsidentschaftswahl: Hoffen und Bangen

Die erste Runde der französischen Präsidentschaftswahl ist Geschichte: Emmanuel Macron kann sich gegenüber seiner Hauptkonkurrentin Marine Le Pen mit leichtem Vorsprung behaupten. Die endgültige Entscheidung fällt jedoch erst bei der Stichwahl am 7. Mai. Dort führt Umfragen zufolge deutlich Emmanuel Macron. Damoklesschwert bleibt ein Sieg von Marine Le Pen. Die EU- und Euro-Gegnerin könnte den Anfang des Endes des europäischen Staatenbündnisses einläuten.

### Frankreich: Marine Le Pen oder Emmanuel Macron?

In Frankreich sind die etablierten Parteien mit ihren Kandidaten ins Hintertreffen geraten. Bei der ersten Wahlrunde setzten sich Emmanuel Macron und Marine Le Pen an die Spitze. Nun kommt es zur Stichwahl der beiden Kandidaten. Meinungsforscher sehen hier einen klaren Vorsprung von Macron, da letzterer im zweiten Wahlgang auf die Stimmen des linken und konservativen Lagers hoffen kann. Erstmals seit dem Bestehen der fünften Republik kommt es im zweiten Wahlgang zu einem Wettstreit ohne Beteiligung eines Sozialisten oder Gaullisten. Auch wenn die Meinungsforschungsinstitute sich weitgehend einig sind, ein Wahlsieg von Emmanuel Macrons ist keineswegs gesichert. Dies lehrt nicht nur der unerwartete Pro-Brexit-Ausgang des britischen EU-Referendums und der Wahlsieg Donald Trumps zum US-Präsidenten, sondern auch die rein rechnerische Seite. Je besser es Marine Le Pen im zweiten Wahlgang gelingt ihre eigenen Wähler zu mobilisieren desto grösser sind ihre Siegchancen. Einfaches Beispiel: Gelänge es dem Front Nationale 90 % seiner Wählerschaft an die Urnen zu bekommen und läge die Beteiligung der übrigen Wählerschaft lediglich bei 60 % würde Marine Le Pen auch unter Zugrundelegung der gegenwärtigen Umfrageergebnisse das Rennen machen. Noch ist auch nicht klar, für wen sich die Wähler des im ersten Wahlgang auf Platz vier platzierten Linkspopulisten Jean-Luc Mélenchon entscheiden werden. Es ist nicht auszuschliessen, dass diese Stimmen an Le Pen gehen. Bei diesem Szenario könnte der Front Nationale ebenfalls das Rennen machen. Ein Wahlsieg des Front National wäre wohl der Anfang vom Ende der EU und damit auch der Währungsunion. Marine Le Pen will Frankreich aus der EU führen, beziehungsweise zumindest eine weitreichende Reformierung des Staatenbündnisses erreichen. Ihr Wahlprogramm sieht nicht nur radikale Schritte zur Bekämpfung der angeblich ausser Kontrolle geratenen Überfremdung und eine massive Aufrüstung von Polizei und Militär vor. Viele Punkte sind dabei mit den heutigen Statuten der EU unvereinbar. So will sie, ähnlich wie der neue US-Präsident Donald Trump, mittels eines «intelligenten Protektionismus» die angeblich unfaire Konkurrenz aus dem Ausland bekämpfen. Erklärte Ziele sind eine Re-Industrialisierung und eine Stärkung der Landwirtschaft. Für ausländische Arbeitskräfte sollen die Unternehmen eine Strafsteuer zahlen. Diese drastischen Forderungen werden

aber bei den Wahlen kaum eine Mehrheit der Stimmen finden, wesentlich wahrscheinlicher ist deshalb ein Sieg von Emmanuel Macron.

Doch auch mit Macron wird ein neuer politischer Stil im Élysée-Palast Einzug halten. Der unabhängige Kandidat ist keiner ideologischen Parteiendisziplin unterworfen, was Hoffnungen auf umfangreichere Wirtschaftsreformen weckt. Was bereits in Spanien zu einem Erfolg geführt hat, will Macron nun auch in Frankreich vollziehen: Die grossen nationalen Arbeitskämpfe will er beenden, Löhne sollen zukünftig wenigstens auf Branchen-, besser noch auf Betriebsebene ausgehandelt werden. Die wirtschaftsliberale Gesetzgebung soll gleichzeitig durch eine Ausweitung sozialpolitischer Förderungen flankiert werden. Möglicherweise kann Macron mit dieser Politik tatsächlich der streikfreudigen französischen Bevölkerung einen neuen wirtschaftspolitischen Kurs schmackhaft machen. Reformen in Frankreich wären über die Landesgrenzen hinaus ein äusserst positives Signal. Die lethargische wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone könnte beendet werden.

### 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 Kreditnachfrage. So haben die Geldausleihungen an Unternehmen und private Haushalte seit 2014 deutlich angezogen. Auch strukturell ist Frankreich zumindest auf dem Papier vorangekommen. 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 Massenentlassungen 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 Reformier Macron geht dies allerdings noch nicht weit genug. Geht es nach seinem Willen sollen weitere Reformen durchgewunken werden. Marine Le Pen fährt stattdessen einen konservativ nationalistischen Kurs – auch beim Thema Arbeitsmarkt. Im Folgenden wollen wir einen Schnellüberblick über die wesentlichen wirtschaftspolitischen Punkte der jeweiligen Wahlprogramme geben.

### 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 Arbeitslosen 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.

### Marine Le Pen: Die Anti-Europäerin

Der Spitzenkandidatin des Front National geht es im Wesentlichen um die Rückübertragung von «vier Souveränitätsrechten». Die Themen Geldpolitik, Gesetzgebung, Haushalts- und Wirtschaftspolitik sowie Grenzen sollen zukünftig wieder im Élysée-Palast bestimmt werden. Geht man in Brüssel auf den «Souveränitätsgewinn» ein, soll am Ende dennoch ein Referendum über den Verbleib in der EU stehen. Erteilt diese den geplanten Massnahmen eine Absage, wird ein EU-Austritt forciert. Unabhängig davon, will Le Pen den Euro aufgeben und zu einer nationalen Währung zurückkehren. Eine europäische Gemeinschaftswährung soll aber beispielsweise für die Geschäftstätigkeiten grosser Unternehmen möglich bleiben.

Ein EU- bzw. Euro-Austritt wäre allerdings alles andere als einfach. Es müsste eine Verfassungsänderung eingeleitet werden, die einer Zustimmung beider Kammern des Parlaments bedarf. Darüber hinaus müsste das noch durch eine Volksabstimmung abgesehen werden. Dass beides gelänge, wäre wohl äusserst unwahrscheinlich. Auch wenn der formale Weg aus der EU faktisch kaum möglich ist, könnten von Le Pen bei der Zusam-

menarbeit mit anderen EU-Staaten so viele Störfeuer ausgehen, dass das gemeinsame Fundament weiter erodiert.

Darüber hinaus soll es zu einer Steuer auf Arbeitsverträge für Ausländer kommen und Importe könnten mit einer «Sozialabgabe» belegt werden. Das alles wird flankiert mit dem Versprechen von Entlastungen für Geringverdiener und Mittelschicht. Aussenpolitisch steht der Austritt aus der Nato auf der Agenda. Um es kurz zu machen: Eine Wahl Marine Le Pens würde zu massiven Konflikten innerhalb der EU führen. Auch wenn es in der Praxis möglicherweise aufgrund des Faktenzwangs zu einem weniger radikalen Kurs kommt, wäre wohl selbst bei einer «weichgespülten» Politik des Front National das Streitpotenzial mit den Nachbarländern gross genug, um dauerhaften Schaden anzurichten. Die bereits erkennbaren Risse des «europäischen Hauses» würden wohl noch grösser werden.

### Wie reagieren die Finanzmärkte?

Das politische Spektrum der zwei Kandidaten könnte kaum unterschiedlicher sein. Auf der einen Seite steht Emmanuel Macron für einen wirtschaftsliberalen Kurs, auf der anderen Seite mit Marine Le Pen fast schon das exakte Gegenteil. Entsprechend divergent dürfte das erwartete Verhalten der Finanzmärkte sein:

#### Szenario Emmanuel Macron

Mit einem Wahlsieg Emmanuel Macrons wüchsen an den Finanzmärkten Hoffnungen auf Reformen in Frankreich. Ob es letztlich dazu käme, bleibt hingegen ungewiss. Aber alleine die Aussicht darauf könnte dementsprechende Fantasien wecken. Im Schnellüberblick sind aus unserer Sicht folgende Reaktionen denkbar:

#### EUR/USD

Der Euro könnte auf einen Wahlsieg Macrons zunächst leicht positiv reagieren. Notierungen beim Währungspaar EUR/USD im Bereich der 1.10 sind realistisch. Wir rechnen jedoch nicht damit, dass der Euro nochmals deutlich zulegen wird: Ein Wahlsieg Macrons dürfte en Gros in den gegenwärtigen Kursnotierungen bereits zum Ausdruck kommen. Über die weiteren Monate hinweg wird an den Finanzmärkten die transatlantische Zinsdifferenz im Mittelpunkt stehen – die Politik dürfte wieder in den Hintergrund treten. 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.

#### 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.

#### Renditen

Die EZB könnte im Falle eines Wahlsieges Emmanuel Macrons ein Tapering, also eine schrittweise Reduktion des monatlichen

Wertpapieraufkaufvolumens, eher in Erwägung ziehen als dies bei Le Pen der Fall wäre. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen bzw. 10-jähriger Eidgenossen werden bis auf Niveaus von 0.5 % resp. 0.0 % zulegen.

#### Aktienmarkt

Auch wenn ein Wahlsieg Macrons die Gefahr einer Präsidentschafts von Marine Le Pen um weitere fünf Jahre verschiebt, bleiben die Chancen für den französischen Aktienmarkt überschaubar. Der CAC 40 gilt im europäischen Vergleich bereits als relativ teuer und die Gewinnwachstumsraten bleiben mit rund 7 % hinter den anderen Ländern der Eurozone zurück. Seit Jahresbeginn notiert der französische Gesamtmarkt jedoch nur etwas schwächer als der Index der Eurozone. Ein gewisses Erholungspotenzial bietet hingegen die Eurozone als Ganzes. Die Wahlen in Frankreich gelten unter internationalen Anlegern als ein Schlüsselereignis über den Fortbestand der Eurozone. Gerade Anleger aus Übersee meiden derzeit die krisengeplagte Region und könnten nach einem klaren «Non» zur ungewissen und nationalistischen Politik von Le Pen wieder zurück an die europäischen Börsen finden. Besonders europäische Bankentitel, aber auch der italienische Aktienmarkt dürften wohl zu den Nutznießern gehören. Innerhalb Frankreichs sehen wir bei ausgesuchten Einzeltiteln ebenfalls Spielraum für Kursgewinne. Mittelfristig wird die Reformagenda Macrons das Potenzial wesentlich mitbestimmen.

#### Szenario Marine Le Pen

Ein Wahlsieg des Fronte Nationale würde wohl zu einem abrupten Anstieg der globalen Risikoaversion führen. Die Ängste um einen Fortbestand der EU bzw. Eurozone würden massiv steigen:

#### EUR/USD

Die globale Unsicherheitswelle würde zu einer Zuflucht in den USD-Raum führen. Wir rechnen deshalb mit einer raschen Aufwertung des USD, die bis in den Bereich von 0.90 gegenüber dem Euro führen kann.

#### EUR/CHF

Auch die Schweiz bleibt als sicherer Hafen gefragt. Die SNB erhöht ihr Interventionsvolumen, schafft es aber nicht den Wechselkurs EUR/CHF über der Marke von 1.06 zu halten. Notierungen des Franken zwischen 1.00 und 1.05 gegenüber dem Euro wären im Falle eines Wahlsieges von Le Pen unser Hauptszenario.

#### Renditen

Die deutlich gestiegenen Risiken hinsichtlich des Fortbestandes der Eurozone macht eine länger anhaltende lockere Geldpolitik

der EZB erforderlich. Dies und die hohe Nachfrage nach Sicherheit drückt die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen zurück in den Bereich von 0 %. Eidgenossen notieren im Bereich von -0.4 % im 10-jährigen Laufzeitenbereich.

#### Aktienmarkt

Der Aktienmarkt rechnet derzeit nicht mit einem Wahlsieg von Marine Le Pen. Die implizite Volatilität ist sowohl in den USA als auch in Europa und in Frankreich auf einem äusserst entspannten Niveau. Ein unerwarteter Wahlsieg würde die Finanzmärkte und insbesondere die Aktienmärkte in einer Lage angespannter Bewertungen besonders hart treffen. Anders als beim Brexit wäre die europäische Einheitwährung in akuter Gefahr. Der in diesem Szenario schwächere Euro würde zwar die Aussichten für die exportorientierten Unternehmen aufhellen, internationale Investoren würden allerdings abwarten wollen und die Eurozone als Ganzes meiden. Dies würde zunächst zu einem deutlichen Verkaufsdruck führen.

#### Fazit

Die zwei Favoriten für die französischen Präsidentschaftswahlen könnten kaum unterschiedlicher sein. Mit Emmanuel Macron geht ein auf Reformen bedachter wirtschaftsliberaler Kandidat an den Start, während mit Marine Le Pen eine explizite Gegnerin der EU auf die Stimmenmehrheit hofft. An den Finanzmärkten würde ein Wahlsieg des Front National wohl für eine massive Zunahme der Nervosität sorgen. Setzt sich hingegen mit Macron der Favorit der Finanzmärkte durch, wird es unmittelbar zu keinen grossen Ausschlägen kommen.

## 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)