CIO Spezial

Europa 2017 – kein Wahljahr wie jedes andere

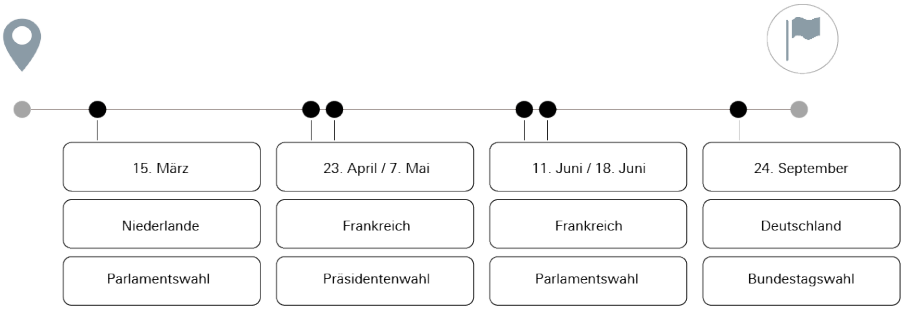
Was auf dem Spiel steht. Was wir anhand von Trump und Brexit lernen konnten. Und wie es in den Niederlanden und Frankreich wohl weitergeht.

Eine seltsame Mischung aus Nervosität und Selbstgefälligkeit

Politische Erdbeben vorherzusagen ist kaum möglich. Zum Glück sind ihre Folgen nur selten dauerhaft.

Diese beiden Schlüsse scheinen viele Marktteilnehmer in den Industrieländern aus den turbulenten politischen Ereignissen des letzten Jahres gezogen zu haben. In diesem Jahr wartet auf Europa ein prall gefüllter Wahlkalender.

Wahltermine in Europa



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, Stand: 28.02.2017

In diesem CIO Spezial zu den in Europa anstehenden Wahlen erklären wir, warum beide Schlüsse irreführend sind. Die Ereignisse des letzten Jahres bestätigen in unseren Augen, dass Umfragedaten, wenn sie umsichtig verwendet werden, durchaus nützlich sind. Wenn der politische Status quo jedoch ins Wanken gerät, werden die tatsächlichen Folgen oft erst nach einiger Zeit spürbar. Und die – ob nun positiven oder negativen – Auswirkungen der in diesem Jahr in Europa anstehenden Wahlen könnten durchaus von längerer Dauer sein, als viele annehmen.

Unsere Ausgangssituation ist eine seltsame Mischung aus Nervosität und Selbstgefälligkeit, die insbesondere angesichts der französischen Präsidentschaftswahlen an den europäischen Märkten herrscht (Teil 1). Teil 2 lässt die Wahlüberraschungen des letzten Jahres Revue passieren, während im Teil 3 eher allgemein auf die Rolle der Politik eingegangen wird und warum vor allem die politischen und wirtschaftlichen Institutionen des betreffenden Landes stärker in den Fokus gerückt werden müssen. Die in den Niederlanden und in Frankreich anstehenden Wahlen werden in Teil 4 und 5 behandelt. Dieses CIO Spezial schließt mit einigen Überlegungen, welche Rückschlüsse sich aus den Ereignissen des letzten Jahres wirklich ziehen lassen, insbesondere für Frankreich.

Stefan Kreuzkamp
Chief Investment Officer

Unsere Erwartungen in Kürze

- Die Märkte befinden sich in einer seltsamen Mischung aus Nervosität und Selbstgefälligkeit. Die Anleger trauen den Umfrageergebnissen zu Unrecht immer weniger.
- Wir warnen davor, inmitten des laufenden Wahlmarathons naive Parallelen zu Trump und Brexit zu ziehen. Dafür sind die politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern zu unterschiedlich.
- Ebenso warnen wir davor, zu viel in ein einzelnes Wahlergebnis hereinzulesen. In den Niederlanden rechnen wir mit langwierigen Koalitionsverhandlungen und nur geringen politischen Veränderungen. Frankreich wiederum folgt öfters seinem ganz eigenen politischen Rhythmus, der regelmäßig eben nicht dem angelsächsischen Takt folgt. Hier könnte letztlich sogar die steigende Wählergunst für reformorientierte Kandidaten die wahre Überraschung sein.

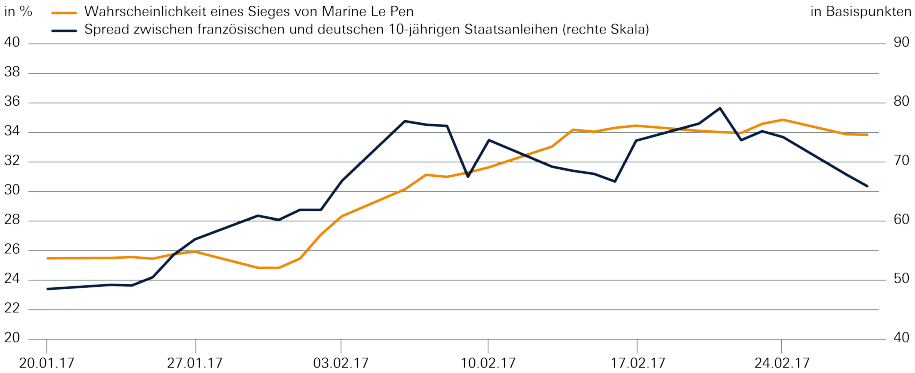
Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

1. Europäische Politik und Marktnervosität

Erinnern Sie sich noch an die Zeit vor dem Brexit-Referendum und vor den US-Präsidentschaftswahlen? Damals haben Broker und Analysten die Auswirkungen sämtlicher möglicher Ergebnisse durchgespielt. Bei den Marktteilnehmern selbst hielt sich das Interesse allerdings sogar im letzten Monat der jeweiligen Abstimmung bzw. Wahl in Grenzen. Schließlich stand für die meisten der Sieg von Hillary Clinton und der Verbleib des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union (EU) von vornherein fest.

Die Stimmung vor den französischen Präsidentschaftswahlen könnte nicht gegensätzlicher sein. Vor allem an den Anleihemärkten sind die Anleger zunehmend willens, Risikoszenarien zu berücksichtigen. Im Fall Frankreichs lässt sich dies laut Wettmärkten ganz leicht an einem Vergleich des Renditeabstands zwischen französischen und deutschen Staatsanleihen und der Wahrscheinlichkeit, dass Marine Le Pen die Wahl gewinnt, ablesen.

Wahrscheinlichkeit eines Siegs von Le Pen ggü. Renditeabstand* Frankreich zu Deutschland



Quelle: Oddschecker, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.02.2017
*10-jährige Laufzeit

Eine gewisse Skepsis zeigt sich auch an den Gold- und Devisenmärkten. So hat sich in der letzten Zeit eine positive Korrelation zwischen Gold und dem Wechselkurs US-Dollar/Euro entwickelt. Dieses ungewöhnliche Muster war zuletzt während des italienischen Verfassungsreferendums im Dezember 2016 zu beobachten – ein deutlicher Hinweis auf erneute Zweifel an der Stabilität der Eurozone.

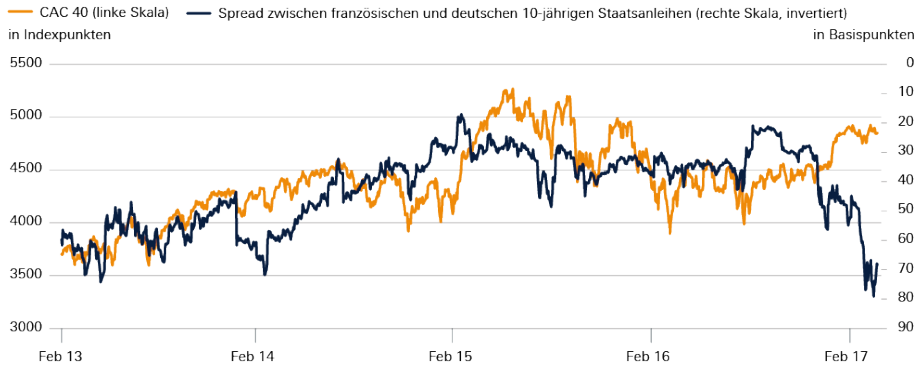
Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Gleitende Korrelation* zwischen Gold und Wechselkurs USD/EUR

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.02.2017
* Korrelation über 10 Tage

Gleichzeitig blieben aber die Aktienmärkte in Frankreich und anderswo robust. Ein Vergleich zwischen dem CAC 40 Index (französische Blue-Chip-Unternehmen) und dem Renditeabstand zwischen Staatsanleihen macht dies besonders deutlich.

Gelassenheit am französischen Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.02.2017

Was bedeutet dies alles nun? Diese Frage lässt sich auf zwei Arten beantworten: Die erste besteht darin, die Lehren aus Trump und Brexit zu überdenken (Teil 2). Die zweite und wohl hilfreichere Art liegt in der Betrachtung, wie, wo und warum sich in den letzten Jahrzehnten Wahlen auf die Märkte ausgewirkt haben.

2. Im Schatten von Trump und Brexit

Die eigenen Erinnerungen sind nur bedingt verlässlich, vor allem wenn es darum geht, die eigenen Vorhersagen, die nicht eingetroffen sind, zu analysieren. Viele Anleger stehen Meinungsumfragen inzwischen skeptisch gegenüber. Grund hierfür ist die doch etwas irrige Meinung, dass der Ausgang des Brexit - Referendums und der US-Wahlen große Überraschungen waren. Riesengroße Überraschungen, könnten viele Teilnehmer an den Wettmärkten, ganz zu schweigen von den Finanzmärkten, sogar sagen. Aber die Meinungsforscher lagen gar nicht so sehr daneben, und ihre Rohdaten lieferten durchaus wertvolle Hinweise.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Wann Umfragen (nicht) verlässlich sind

Umfragen kurz vor dem Brexit-Referendum ließen in der Tat ein Kopf-an-Kopf-Rennen erwarten. In den letzten Tagen vor dem Referendum lieferten sowohl traditionelle Telefonumfragen als auch mehrere Online-Umfragen Hinweise dafür, dass das „Leave"-Lager aufholte. Aufgrund dieser Daten war das tatsächliche Ergebnis von 51,98% für ein Ausscheiden aus der EU zumindest ebenso plausibel wie eine starke Mehrheit des „Remain"-Lagers, mit der viele Anleger – und Wettmärkte – gerechnet hatten.

Natürlich hatten Anleger viele Gründe, den Ergebnissen britischer Meinungsumfragen zu misstrauen. In den letzten Jahren waren die Ergebnisse der Meinungsforscher im Vereinigten Königreich durchwachsen; bei den Parlamentswahlen 2015 lagen sie beispielsweise völlig daneben. Ein Problem – auch in anderen Ländern – besteht darin, dass telefonische Umfragen nach dem Zufallsprinzip zunehmend schwieriger werden, weil immer weniger Wähler einen Festnetzanschluss haben und bereit sind, an Umfragen teilzunehmen. Auffallend vor dem Brexit-Referendum war auch, dass über weite Strecken der Kampagne das „Leave"-Lager bei den meisten Online-Umfragen einen – leichten – Vorsprung hatte. Bei vielen der traditionell verlässlicheren Telefonumfragen zeigte sich diese Tendenz hingegen erst im letzten Monat, nachdem anfangs das „Remain"-Lager klar die Nase vorn hatte.

Diese Abweichungen zwischen verschiedenen Umfragemethoden deuten auf systematische Fehler hin. Welche Datenquelle dieses Mal zuverlässig ist, weiß man allerdings erst nach der Wahl. Man könnte höchstens durch Gewichtungen aufgrund der Zuverlässigkeit in der Vergangenheit Umfrageergebnisse zusammenfassen, obwohl auch dies im Fall des Brexit-Referendums kaum zu einem besseren Ergebnis geführt hätte. Die Alternative – vor allem wenn jüngste Ereignisse und systematische Abweichungen zwischen Umfragemethoden grobe Umfragefehler vermuten lassen – wäre eine größere fehlerbereinigte Spanne.

Hierbei darf allerdings nicht versucht werden, die Richtung des vermuteten Umfragefehlers vorherzusagen. Nur eine breitere Spanne von Ergebnissen ist möglich – im Fall des Brexit-Referendums ein relativ deutlicher Vorsprung für „Leave" oder „Remain". Stattdessen hatten viele Beobachter und Wettmärkte am Tag des Referendums mit einer stärkeren Tendenz zum Erhalt des Status quo gerechnet. Diese Einschätzung stützte sich auf eine einzige Erfahrung der Vergangenheit, nämlich das Referendum über die Unabhängigkeit Schottlands. Aber kein Statistiker würde einen oder auch mehrere Datenpunkte für ausreichend halten, um verlässliche Schlüsse zu ziehen. Der Glaube an eine letztendliche Tendenz zum Status quo war jedoch weit verbreitet – obwohl die letzten Umfragedaten diesbezüglich wenig Anhaltspunkte boten.

Chaos bei den US-Präsidentschaftswahlen ...

Die nationalen Umfrageergebnisse zur US-Präsidentschaftswahl waren hingegen im Grunde genommen dieses Mal ziemlich genau. Hillary Clinton lag ja tatsächlich landesweit um 2,9

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Millionen Wählerstimmen (oder 2,1 Prozent) vorne, obwohl sie im Electoral College verlor. Schon nach den ersten Vorwahlen gab es auch in den Umfrageergebnissen erste Anhaltspunkte für die Stärke von Donald Trump, noch lange bevor die meisten Wahlexperten ihn ernst zu nehmen begannen. Sie verwiesen auch darauf, dass er wesentlich stärker als traditionelle republikanische Präsidentschaftskandidaten Wähler aus der weißen Arbeiterschicht im industriellen Kernland der USA anzusprechen verstand. Kurz vor der Wahl im November ergaben Umfragen auch, dass sich ungewöhnlich viele Wähler nur schwer für einen der beiden ungeliebten Spitzenkandidaten entscheiden konnten.

Das mit Abstand größte Prognoseproblem bestand darin, dass die Ergebnisse aus den wichtigsten Swing States in der Regel miteinander korrelieren (besonders innerhalb einzelner Regionen der USA, wie etwa dem Mittleren Westen). Das ist deswegen besonders problematisch, weil es zu überraschenden Wahlergebnissen in benachbarten Bundesstaaten führen kann, in denen keine so umfangreichen Umfragen durchgeführt wurden wie in den ohnehin bekannten Swing States. So hätte Donald Trump aufgrund seines starken Ergebnisses im Mittleren Westen beinahe auch Minnesota erobert, das traditionell fest in Händen der Demokraten ist.

Diese Quellen der Unsicherheit sind nur durch eine größere zulässige Spanne – in beide Richtungen – auszuräumen. Schon damals hatten wir argumentiert, dass der Unsicherheitsfaktor ungewöhnlich hoch war und ein Sieg Trumps mindestens genauso wahrscheinlich war wie ein Erdrutschsieg Clintons und ein deutlicher Sieg der Demokratischen Partei.

...und das größte „Umfragedesaster" des letzten Jahres

Die oben erwähnte Lektion – eine größere Spanne in beide Richtungen bei Unsicherheit – greift auch, wenn in den letzten Wochen einer Wahlkampagne überhaupt keine Umfragedaten vorliegen. Am weitesten daneben lagen die Umfrageergebnisse im letzten Jahr in Italien. Die Regierung verlor das Referendum, welches die Regierbarkeit des Landes verbessern sollte, mit sagenhaften 18 Prozent. Der Abstand zwischen „No" und „Si" war etwa doppelt so hoch, wie nach den letzten Umfrageergebnissen 15 Tage vor dem Referendum am 4. Dezember 2016 anzunehmen war. In dieser Sperrfrist von 15 Tagen verbieten italienische Gesetze die Veröffentlichung neuer Umfrageergebnisse. Bei den letzten veröffentlichten Umfragen lag „No" zwar im hohen einstelligen Bereich vorne, viele Wähler waren aber noch unentschlossen. In den verbleibenden 15 Tagen hatten diese Wähler ausreichend Zeit, ihre Entscheidung zu überdenken. Somit war eine große Ergebnisspanne plausibel – von einem knappen Gewinn für „Si" bis zu dem letzten Endes eingetretenen Erdrutschsieg für „No".

Politische Erdbeben sind in der Tat schwer vorherzusagen. Meinungsumfragen sind nur eine Momentaufnahme, und sind, auch wenn sie kurz vor einer Wahl veröffentlicht werden, in der Regel einige Tage alt. Gerade in diesen letzten Tagen kann sich vieles ändern. Seit einigen Jahrzehnten hat sich in vielen Industrieländern der Anteil der Wähler, die sich erst in letzter

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Minute entscheiden, ständig erhöht. Um mögliche seismische Verschiebungen zu erfassen, bilden Umfragen kurz vor einer Wahl in der Tat eine recht gute Basis. (Natürlich ist hierbei auch das bisherige Abschneiden von Umfragen und anderen Prognoseinstrumente bei der Vorhersage von Wahlergebnissen eines Landes zu berücksichtigen.)

Wie war das mit der Rezession nach dem Brexit-Referendum?

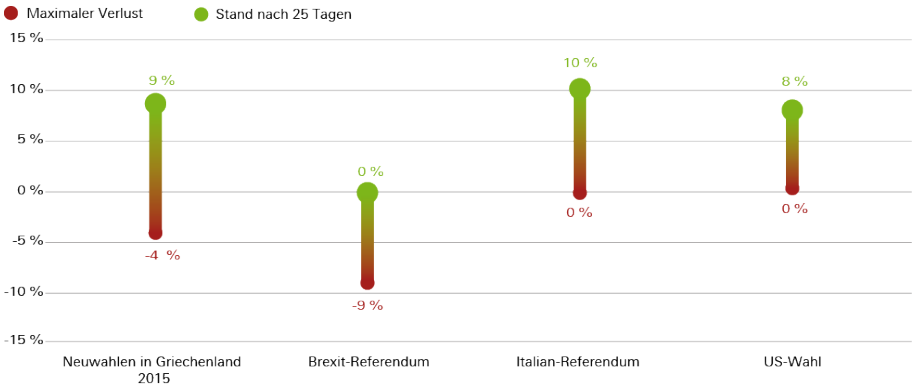
Die größten Überraschungen des letzten Jahres waren jedoch nicht die Wahlergebnisse, sondern vielmehr die darauf folgenden Wochen und Monate. So galt es beispielsweise als ziemlich sicher, dass die Entscheidung der britischen Wähler zugunsten eines Ausscheidens aus der Europäischen Union aufgrund des Vertrauensverlusts bei britischen Unternehmen und Verbrauchern eine Rezession auslösen würde. Dies ist bislang nicht der Fall. Die unmittelbarsten Folgen erwartete man bei britischen Anlagepreisen. Ihnen sagte man einen starken Einbruch voraus, mit Auswirkungen auf die weltweiten Finanzmärkte.

Letzten Endes blieb die befürchtete Katastrophe nach der Brexit-Entscheidung weitgehend aus. Das Pfund Sterling wertete wie erwartet ab – somit stiegen die ausländischen Gewinne britischer Unternehmen (in Pfund) und mit ihnen die Aktienkurse. Für ausländische Inhaber britischer Aktien glich das Endergebnis nach sechs Monaten eher einer erfrischenden Reinigung als dem befürchteten Blutbad. Umgerechnet in Euro bleibt der FTSE 100 Index zwar weit hinter dem S&P 500 Index oder dem DAX zurück, hat aber trotzdem um einige Prozentpunkte zugelegt. Die britische Regierung konnte mühelos Abnehmer für ihre Anleihen finden – eine weitere unbegründete Sorge vor dem Referendum.

Ähnlich verliefen andere politische Ereignisse der letzten Zeit. Immer wieder erwiesen sich die europäischen Aktienmärkte als erstaunlich widerstandsfähig – bei den Wahlen in Griechenland 2015, dem Brexit-Referendum, dem Verfassungsreferendum in Italien und dem Wahlsieg von Donald Trump. In diesen Fällen reagierten die Märkte weniger turbulent als von vielen befürchtet und zeitlich wesentlich kürzer als von den meisten erwartet.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Marktreaktionen* auf politische Ereignisse



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.02.2017
* Euro Stoxx 50 Index, 25 Tage nach dem jeweiligen Ereignis

Der ungebremste Anstieg der US-Aktienmärkte seit dem überraschenden Wahlsieg der Republikaner im November erinnert einmal mehr daran, wie schnell sich die kollektive Meinung an den Märkten ändern kann, sobald ein Ereignis, das vorab als riskant eingeschätzt wird, tatsächlich eintritt.

3. Bestimmt die Politik die Märkte?

Natürlich wirken sich Wahlen aus – wie genau ist allerdings oft überraschend schwer zu sagen. Dieses Thema wurde und wird in den Vereinigten Staaten umfassend untersucht: Aus den letzten Jahrzehnten liegen zahlreiche Studien über die Einflüsse der Politik auf den Konjunkturzyklus vor.[1] Da sich ihre wichtigsten Erkenntnisse auch auf die Sichtweise dieser Themen in Europa auswirken, werden sie hier kurz skizziert.

US-Politik und Konjunkturzyklus

Es gibt im Allgemeinen zwei Gründe für die Annahme, dass Politik die Finanzmärkte beeinflusst.

Erstens: Regierungen könnten versucht sein, wirtschaftspolitische Maßnahmen zu einem Zeitpunkt zu ergreifen, der ihre Chancen auf eine Wiederwahl erhöht. So könnten sie beispielsweise gegen Ende ihrer Amtszeit die Staatsausgaben erhöhen oder geldpolitische Maßnahmen ergreifen. Jeder sich daraus ergebende Konjunkturboom in der Vorwahlzeit könnte natürlich letzten Endes zu einem Inflationsanstieg und damit höheren Zinsen führen. Wenn die Regierung aber sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik steuert, wird sie versuchen, eine straffere Geld- und Haushaltspolitik auf die Zeit nach der Wahl zu verschieben. Auf einen Boom vor der Wahl folgt in der Regel ein Einbruch nach der Wahl.

Zweitens: Politische Parteien dürften völlig unterschiedliche Prioritäten setzen. Eine links gerichtete Partei wie die Demokraten dürften eine stärkere Betonung auf Beschäftigung und Wachstum legen als auf die Eindämmung der Inflation. Somit sollte die

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[1] Siehe insbesondere die bahnbrechenden Analysen von Downs, Anthony (1957) "An Economic Theory of Democracy", Harper and Brothers; und von Nordhaus; William (1975), "The Political Business Cycle", Review of Economic Studies, Vol. 42 (2), S. 169-190

Inflation bei einer republikanischen Regierung niedriger und das reale Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht schwächer sein. (Das Wachstum wird natürlich auch von vielen anderen politischen Maßnahmen beeinflusst.)

Spinnt man diesen Gedanken weiter, wird schnell klar, dass diese Hypothesen nur schwer empirisch zu überprüfen sind. Rationale Wähler sollten irgendwann einmal lernen, politische Schwindeleien zu durchschauen, genauso wie eine Partei ihre Einstellung zu Themen wie Inflation in Reaktion auf das, was die Wähler offensichtlich wollen, anpassen dürfte. So entstehen Brüche bei den statistischen Daten. Auch eine Änderung der geldpolitischen Prioritäten kann derartige Brüche auslösen. Ein großer Teil der frühen Untersuchungen zu diesem Thema erschien in den Vereinigten Staaten vor 1979, als die US-Notenbank unter Paul Volcker mit voller Kraft gegen eine höhere Teuerungsrate kämpfte. [2]

Diese Datenbrüche erschweren nicht nur empirische Überprüfungen, sondern verstärken auch das Problem, dass es nur eine sehr begrenzte Anzahl verwendbarer Datenpunkte gibt. US-Präsidentschaftswahlen finden nur alle vier Jahre statt, während Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), Inflationsindizes und Beschäftigtenzahlen einmal pro Quartal bzw. pro Monat veröffentlicht werden. Diese Konjunkturdaten sind darüber hinaus in der Regel nachlaufende Indikatoren, die auch nach der ersten Veröffentlichung noch deutlich korrigiert werden können.

US-Politik und Finanzmärkte

Aus all diesen Gründen verwenden in den letzten Jahrzehnten immer mehr Studien Aktien- und Anleihemarktdaten (als unmittelbar verfügbare Markteinschätzung der Konjunkturaussichten). Diese Untersuchungen lieferten hinreichende Nachweise dafür, dass US-Regierungen in der Tat wirtschaftspolitische Maßnahmen in zeitlicher Abstimmung mit dem Wahlzyklus einsetzen.

Aktienrenditen sind in der Regel in der zweiten Hälfte der Amtszeit der US-Präsidenten höher als in der ersten Hälfte. Weniger eindeutig ist, ob sich Aktienmarktrenditen systematisch in Abhängigkeit von der regierenden Partei unterscheiden – allerdings weist einiges darauf hin, dass besonders Nebenwerte in der Regel unter den Demokraten besser abschneiden. [3]

Finanzwissenschaftlern erscheint all dies etwas rätselhaft. Warum sollten beispielsweise Märkte die Wahrscheinlichkeit eines Vorwahlbooms nicht antizipieren, bevor er überhaupt beginnt? Wenn sie gewöhnlich so früh in der Amtszeit des Präsidenten beginnen, würde dies Ertragsschwankungen verhindern und politische Aktienmarktzyklen würden verschwinden.

Dies könnte teilweise daran liegen, dass politische Entscheidungen in Echtzeit weniger transparent sind als eine Betrachtung von

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[2] Lindsey, David; Orphanides, Athanasios; und Rasche, Robert (2005), "The Reform of October 1979: How It Happened and Why", Staff working paper in the Finance and Economics Discussion Series (FEDS)

[3] Siehe zum Beispiel Johnson, Robert; Chittenden, William; und Jensen, Gerald (1999), "Presidential Politics, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation", The Journal of Portfolio Management, Vol. 26 (1), S. 27-31

Daten im Rückblick. So könnten die Märkte aktuell vielleicht die Risiken unterschätzen, dass die Regierung Trump die Reform der Unternehmenssteuern nicht so schnell wie versprochen umsetzen kann (Einzelheiten hierzu in unserer Veröffentlichung zu diesem Thema). Wir und andere Marktteilnehmer werden dies aber erst dann sicher wissen, wenn und sobald der Kongress zustimmt – oder auch nicht.

In der Zwischenzeit beobachten wir die Ereignisse bis zum 15. März 2017, dem Termin für die Anhebung der US-Schuldengrenze, und bis zum 28. April 2017, dem Termin für die Verabschiedung einer „Continuing Resolution" zur Weiterführung der Regierungsgeschäfte. Die Erfahrung in der Vergangenheit zeigt jedoch, dass die Märkte diesen Feinheiten der Kongressarbeit wenig Beachtung schenken, solange sich diese Termine nicht in den Schlagzeilen wiederfinden. Daher sind Zweifel angebracht, ob Märkte politische Maßnahmen mehrere Jahre im Voraus korrekt antizipieren.

So sieht es in anderen Ländern aus – das britische Beispiel

Die Sache wird noch interessanter – und komplizierter –, wenn der Blick über die Grenzen der USA hinaus schweift.

An dem einen Ende ist das Beispiel Großbritanniens. 1976 prägte Lord Hailsham den Begriff der „elective dictatorship", um die „Machtkonzentration (...) in einer Regierung als Exekutive" zu beschreiben, die in der Regel „aus einer Partei gebildet wird, die den Willen des Volkes nicht immer gerecht repräsentiert".[4] Dank des britischen Wahlsystems, bei dem stets nur die Sieger der einzelnen Wahlbezirke berücksichtigt werden, kann eine einfache Mehrheit bei der Wahl durch das Volk zu deutlichen Mehrheiten im Unterhaus führen. Die gesetzgeberische Souveränität liegt letztendlich beim Parlament, wobei das Oberhaus die Verabschiedung neuer Gesetze nur verzögern, aber nicht verhindern kann.

Im Westminster-System, das sich seit 1949 entwickelt hat, lenkt die Partei, die das Unterhaus beherrscht, die Geschicke des Parlaments und damit des Landes. Solange sich die Regierungspartei im Unterhaus einig ist, unterliegt die amtierende Regierung nicht den in den USA üblichen Verfahren von „Checks and Balances", die sich aus der Teilung der Regierung in Legislative, Exekutive und Judikative ergeben. Bis die Bank of England 1998 die operative Unabhängigkeit erhielt, kontrollierte die Regierung nicht nur die Fiskal-, sondern auch die Geldpolitik. Zudem hatte der Premierminister bis 2011 de facto die Macht, jederzeit innerhalb der fünfjährigen Amtsdauer vorgezogene Wahlen auszuschreiben.

Somit verwundert es kaum, dass beinahe während der gesamten Nachkriegszeit politische Konjunkturzyklen im Vereinigten Königreich relativ stark ausgeprägt waren – „Boom" und „Bust", wie sie der ehemalige Schatzkanzler und Premierminister Gordon Brown zu bezeichnen pflegte. Anleihemarktdaten lassen ebenfalls den Schluss zu, dass bis 1998 die Zinsen aufgrund steigender Inflationserwartungen parallel zur Wahrscheinlichkeit eines Siegs

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[4] Hogg, Quintin (1976), "Elective dictatorship", The Richard Dimbleby Lecture, Neuauflage in The Listener, S. 496–500

der Labour-Partei nach oben kletterten.[5] Das Vereinigte Königreich ist somit ein ausgezeichnetes Beispiel für den Einfluss von Wahlen in einem Verfassungssystem, bei dem die neue Regierung nur wenigen Einschränkungen unterliegt.

In anderen Ländern ist Regieren mit mehr Kompromissen verbunden

In den meisten anderen europäischen Ländern sind Wahlen nicht alles entscheidend. Verfassungsrechtliche Zwänge und wirtschaftliche Institutionen schwächen in der Regel die Auswirkungen eines einzelnen Wahlereignisses ab.

So bestehen beispielsweise in Deutschland eine lange Tradition einer für ihre Unabhängigkeit berühmten Zentralbank sowie weitgehend zentralisierte Arbeitsmarktinstitutionen, die sich der Lohnmäßigung und Preisstabilität verschrieben haben. In einem derartigen Umfeld hätte jede Regierung Schwierigkeiten, eine Boom-und-Bust-Konjunktur auszulösen. (Am ehesten war dies nach der Wiedervereinigung in den 1990er Jahren der Fall, einem wohl einmaligen politischen Ereignis, bei dem rein wirtschaftliche Bedenken stärker in den Hintergrund traten.)

Aufgrund des Verhältniswahlrechts kann die Bundesregierung zumeist nicht nur aus einer Partei gebildet werden. Klare politische Umschwünge sind relativ selten, und in den meisten Fällen eher das Ergebnis von veränderten politischen Koalitionen als von Bundestagswahlen. Aus diesen Gründen haben Wahlen historisch keinen allzu großen Einfluss auf die deutschen Finanzmärkte. So gibt es beispielsweise keine eindeutigen Beweise dafür, dass Aktienmarktrenditen von der Phase des Wahlzyklus abhängen oder dass sich Märkte allzu große Sorgen über die Stärke linker oder rechter Parteien machen würden. Kausale Zusammenhänge gibt es interessanterweise eher in die andere Richtung – starke Aktienmärkte (als Zeichen einer robusten Wirtschaft) stützen die Popularität der amtierenden Regierung. [6]

Untersuchungen in anderen europäischen Demokratien mit Verhältniswahlrecht ergeben ein ähnliches Bild. In Ländern wie Belgien haben Wahlergebnisse an und für sich offensichtlich kaum Auswirkungen auf den Aktienmarkt.[7] Wenn Regierungen in der Regel aus Mehrparteienkoalitionen bestehen, hängt zu viel von den Koalitionsverhandlungen zwischen den Parteivorsitzenden nach der Wahl ab. [8] Derartige Feilschereien scheinen nach den in den Niederlanden anstehenden Wahlen vorprogrammiert.

4. Wahlen in den Niederlanden

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[5] Siehe zum Beispiel Hays, Jude; Stix, Helmut; und Freeman, John (2000) "The Electoral Information Hypothesis Revisited", Erstellt zur Präsentation auf der Konferenz zu "Globalization and Democracy", University of Minnesota, 26.-27. Mai 2000

[6] Pierdzioch, Christian; und Döpke, Jörg (2006), "Politics and the Stock Market: Evidence from Germany", European Journal of Political Economy, Vol. 22(4), S. 925–943; siehe auch Hays et al. oben zitiert bzgl. des deutschen Anleihemarkts.

[7] Vuchelen, Jef (2003), „Electoral systems and the effects of political events on the stock market: The Belgian case", Economics & Politics, Vol. 15 (1), S. 85–102

[8] Man beachte allerdings, dass es vergleichsweise wenige Studien der politischen Wirtschaftszyklen in Industrieländern außerhalb der USA, Großbritanniens und Deutschlands gibt. Dies ist teilweise darauf zurückzuführen, dass die Finanzmärkte (insbesondere für Staatsanleihen) in kleineren Europäischen Ländern weniger liquide sind. Für viele von ihnen stellte die Einführung des Euros zudem eine deutliche Veränderung in der Geldpolitik dar, so dass die Daten vor und nach der Euroeinführung nur bedingt vergleichbar sind. Einen guten deutschsprachigen Überblick von US-Literatur und internationalen Studien bietet Bechtel, Michael (2009), „Tanzt auch die Politik auf dem Börsenparkett? Wahlen, Parteipolitik und die Entwicklung von Aktienmärkten", Österreichische Zeitschrift für Politikwissenschaft, Vol. 38 (2), S. 133 – 162

Die Wahlen zur Tweede Kamer, der Zweiten Kammer des niederländischen Parlaments, ziehen normalerweise kaum die Aufmerksamkeit der globalen Finanzmärkte auf sich. Dies liegt zum Teil daran, dass das niederländische System extrem weit von Regeln entfernt ist, die zu einem klaren Ergebnis führen könnten. Die Vertreter der Zweiten Kammer werden nach einem fast reinen Verhältniswahlrecht gewählt. Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern gibt es keine Hürde, die eine Partei überwinden muss, um ins Parlament zu kommen. So hat jede Partei, die mehr als 0,67 Prozent der Stimmen erhält, Anspruch auf mindestens einen der 150 Sitze in der Tweede Kamer. [9]

Daher hat bisher in der parlamentarischen Geschichte noch nie eine einzige politische Partei die absolute Mehrheit erreicht.[10] Die letzten Wahlzyklen haben zu einer immer größeren Fragmentierung des Parlaments geführt. Bei den nun anstehenden Wahlen könnten mindestens ein Dutzend Parteien in die Tweede Kamer einziehen – und wie in der Vergangenheit könnten sich mehrere dieser Parteien noch vor der nächsten Wahl weiter aufspalten.

Laut Peilingwijzer, einem von Tom Louwerse von der Universität Leiden entwickelten Umfrageindikator, der alle niederländischen nationalen Meinungsumfragen zusammenfasst, dürften die beiden führenden Parteien jeweils lediglich etwa 16 Prozent der Wählerstimmen erzielen. Dies lässt langwierige Koalitionsverhandlungen erwarten, die zu einer Vielzahl von Kompromissen und kaum einer politischen Neuausrichtung führen dürften.

Der Grund, warum die Welt diese Wahlen trotzdem aufmerksam verfolgt, liegt darin, dass einer der beiden Favoriten der Euroskeptiker Geert Wilders mit seiner rechtpopulistischen Freiheitspartei (PVV) ist. Über weite Strecken des vergangenen Jahres lag die PVV bei Meinungsumfragen vorne. Die Märkte beunruhigt vor allem seine Forderung nach einem Referendum zur Mitgliedschaft in der EU. Einst ein Verfechter freier Märkte, spricht er sich jetzt auch für kaum miteinander zu vereinbarende Positionen wie einen früheren Renteneintritt und höhere Staatsausgaben aus – und gleichzeitig für niedrigere Einkommens- und Kraftfahrzeugsteuern. Letztes Jahr wurde Geert Wilders wegen Verunglimpfung von Marokkanern und Anstiftung zur Rassendiskriminierung verurteilt.[11] Außerdem fordert er die Schließung sämtlicher Moscheen und muslimischer Schulen. [12]

Geert Wilders wird seine Wahlversprechen kaum einlösen können. Alle größeren Parteien, einschließlich der liberalen Volkspartei für Freiheit und Demokratie (VVD) des amtierenden Premierministers Mark Rutte, schließen eine Koalition mit der PVV aus.

Nach den jüngsten Umfrageergebnissen hat die PVV Stimmen verloren, die VVD hingegen gewonnen, wobei beide Parteien

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[9] Für einen grundlegenden Überblick des niederländischen politischen Systems, siehe "The Dutch Political System in a Nutshell", 2008 vom Netherlands Institute for Multiparty Democracy und dem Instituut voor Publiek en Politiek herausgegeben und auch online verfügbar unter http://nimd.org/wp-content/uploads/2015/02/Dutch-Political-System.pdf

[10] Weitere Erläuterungen sind auf dem offiziellen Internetauftritt der Tweede Kamer zu finden, insbesondere zur Regierungsbildung: https://www.houseofrepresentatives.nl/tasks-informateur The Economist, 12/11/16, "The Netherlands has found Geert Wilders guilty of hate speech"; sowohl Herr Wilders als auch die Staatsanwaltschaft (deren Antrag auf 5000 Euro Strafe vom Gericht abgewiesen worden war) kündigten an, das Urteil anzufechten

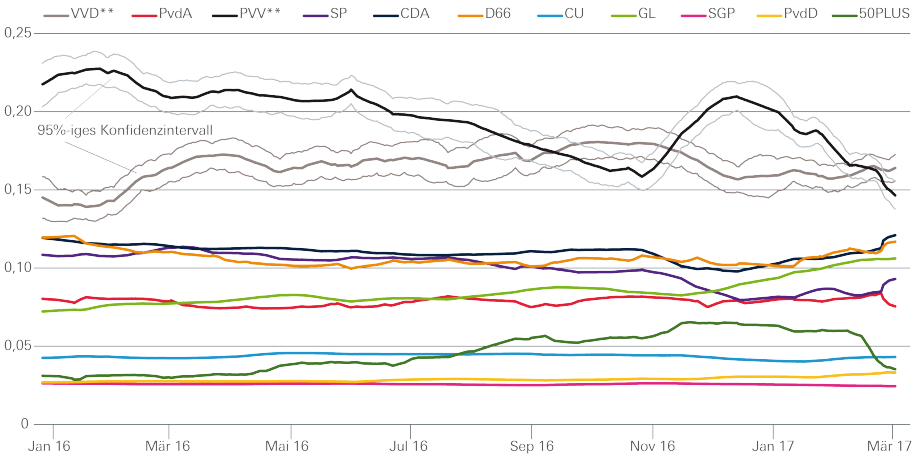
[11] The Economist, 12/11/16, "The Netherlands has found Geert Wilders guilty of hate speech"; sowohl Herr Wilders als auch die Staatsanwaltschaft (deren Antrag auf 5000 Euro Strafe vom Gericht abgewiesen worden war) kündigten an, das Urteil anzufechten

[12] Reuters, 28. Februar 2017, „The globetrotter confined - the hardening of Geert Wilders",von Escritt, Thomas

statistisch in Führung bleiben. Umfragen erzielen in den Niederlanden traditionell recht genaue Ergebnisse, besonders kurz vor Wahlen. Bei den letzten Wahlen lag die PVV mit den Umfrageergebnissen knapp gleichauf, aber keinesfalls darüber. Wilders ist zudem, nach seiner ersten Wahl 1998, einer der längst gedienten Abgeordneten der Tweede Kamer. Meinungsforscher – und Wähler – hatten also ausreichend Zeit, sich mit seinem Aufstieg auseinander zu setzen. Die Linke, und hier besonders die Partei der Arbeit (PvdA), Juniorpartner in der amtierenden Koalition, wird wohl Verluste hinnehmen müssen.

Nach den jüngsten Trends könnte Mark Rutte entweder eine sehr breite Koalition (erneut mit VVD und PvdA) oder eine Mitte-Rechts-Koalition mit der VVD, den Christdemokraten (CDA), den sozialliberalen Demokraten 66 (D66) und drei der kleineren Parteien bilden. [13] Daneben sind viele andere Optionen möglich, die hauptsächlich vom Abschneiden der linksalternativen Grünen (GL), der radikalen Linken (SP) und der Partei 50Plus abhängen.

Wilders' PVV verliert in Umfragen an Fahrt*



Quellen: Peilingwijzer, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 07.03.2017
* Durchschnitt aus Ergebnissen von 6 Instituten
** Umfrageergebnisse mit 95-prozentigem Konfidenzintervall

Die politische Ausrichtung möglicher Koalitionen steht in den Sternen und wird sich auch in der Wahlnacht kaum deutlicher abzeichnen. Ein wichtiger Grund hierfür wird außerhalb der Niederlande kaum diskutiert. Mit der Eersten Kamer (Senat) ist nicht zu spaßen. Wenn die Zweite Kammer eine Gesetzesvorlage verabschiedet, muss diese vom Senat bestätigt werden, um Gesetzeskraft zu erlangen. Laut Verfassung kann der Senat Gesetzesvorlagen nur bestätigen oder ablehnen, ohne Änderungsvorschläge einzubringen. In der Praxis spielt er jedoch häufig eine wichtige Rolle bei der Diskussion von Gesetzesvorhaben und deren Umsetzung.

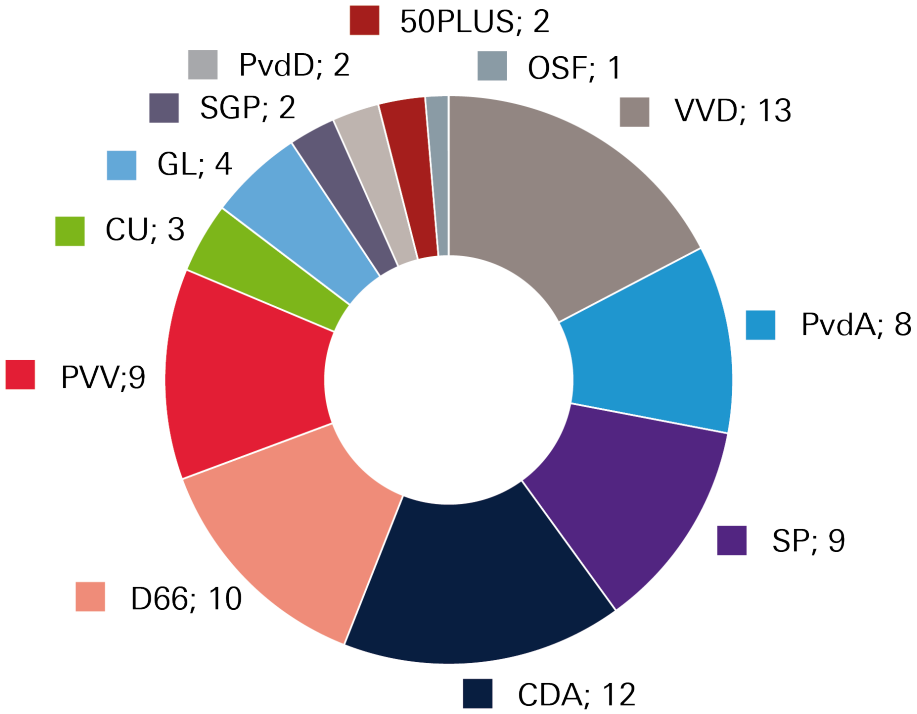
Wie der Senat selbst auf seiner Website beschreibt, kann „der Gesetzgebungsprozess relativ langwierig sein. Manchmal dauert es fünf oder sechs Jahre, bis eine Gesetzesvorlage zum Gesetz wird." [14] Aber der Senat ist am Legislativprozess nicht nur beteiligt und kann diesen verzögern, er kann Regierungsmaßnahmen auch

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[13] Für einen Überblick der wahlkämpfenden Parteien und ihre Aussichten zu Beginn des Wahlkampfs siehe Louwerse, Tom, "The 2017 Netherlands election: Polls suggest mid-sized parties are now the new norm in Dutch politics" auf dem European Politics and Policy Blog der London School of Economics, verfügbar online unter http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2017/01/24/2017-netherlands-election-mid-sized-parties-the-new-norm
[14] https://www.eerstekamer.nl/begrip/english_2

direkt unter die Lupe nehmen. Senatoren sind nicht formell an ein Regierungsprogramm gebunden, auch wenn ihre jeweilige Partei Teil der Regierungskoalition ist. Senatoren werden indirekt gewählt, zuletzt 2015 von den Provinzparlamenten für eine Amtszeit von vier Jahren bis 2019.

Kräfteverteilung im niederländischen Senat



Quellen: "https://www.eerstekamer.nl/begrip/english_2", Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 07.03.2017

Auch wenn die PVV mit Wilders die aktuellen Umfrageergebnisse weit übertreffen und in der Tweede Kamer Koalitionspartner finden würde, könnte sie im Senat kaum etwas erreichen (dort hat die PVV nur neun von 75 Sitzen).

Kurz gesagt: Die Wahlen in den Niederlanden dürften kurzfristig kaum größere politische Veränderungen anstoßen. Dennoch sollte der Wahlverlauf genau beobachtet werden. Die PVV hat bereits andere Parteien wie die VVD auf ihre Linie gebracht, besonders in der Einwanderungspolitik. Ein starkes Wahlergebnis der PVV könnte es der nächsten Regierung erschweren, bei europäischen Verhandlungen eine konstruktive Rolle zu spielen – und die Furcht der Märkte vor einem Wahlgewinn Le Pens in Frankreich verstärken. Umgekehrt könnte ein schwaches Wahlergebnis der PVV die Selbstgefälligkeit der Märkte verstärken. Keine der beiden Reaktionen erscheint uns gerechtfertigt.

5. Die Wahlen in Frankreich – anders als alle anderen

Das politische System Frankreichs, das sich seit 1962 entwickelt hat, wird häufig mit dem US-System eines starken, vom Volk beauftragten Präsidenten, verglichen. Derartige Vergleiche hinken, sie verbergen mehr als sie aufzeigen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Der politische Entscheidungs- und Regierungsprozess Frankreichs unterscheidet sich in mindestens drei wesentlichen Aspekten von den meisten anderen etablierten Demokratien.

Les exceptions françaises

Erste Besonderheit: Das unter Charles de Gaulle entwickelte Präsidialsystem bedeutete eine grundlegende Änderung der Verfassung von 1958. Bis zum Verfassungsreferendum 1962 hatte Frankreich ein parlamentarisches System, der Präsident wurde indirekt gewählt. Allerdings wurde die Verfassung bei dieser Änderung, wie häufig angemerkt wird, nicht in allen Punkten überarbeitet. [15]Durch sie sollte der direkt gewählte Präsident zum wichtigsten Entscheidungsträger werden, viele andere Themen blieben jedoch ungeklärt.

Das Ergebnis war ein nicht eindeutig festgelegtes und wechselndes Verhältnis zwischen Exekutive, Legislative und Judikative. Besonders die Rolle der Judikative war trotz ihrer Unabhängigkeit in Angelegenheiten des Straf-, Zivil-, Verwaltungs- und Steuerrechts anfangs wesentlich stärker beschränkt als in anderen westlichen Demokratien wie den Vereinigten Staaten. Abgesehen von der Beurteilung der Verfassungsmäßigkeit neuer Gesetze ist sie traditionell weniger geneigt, der Regierung bei politischen Themen in die Quere zu kommen. Wie zwei erfahrene Beobachter anmerken, ist „le gouvernement des juges immer noch ein Schreckgespenst in der französischen politischen Debatte".[16]In den letzten Jahrzehnten ist die Judikative etwas entschlossener aufgetreten. Inwieweit sie sich jedoch in die Politik einmischen kann und soll, ohne selbst politisiert zu werden, bleibt in juristischen Kreisen umstritten.[17]

Eine stärker parteiorientierte Präsidentschaft

Die zweite Besonderheit, die ebenfalls für Spannungen sorgt, bezieht sich auf das Verhältnis zwischen Präsidentschaft und Legislative, besonders der Nationalversammlung. Sollte der Präsident als ein um Konsens bemühter Vermittler auftreten, der nach Kompromissen über Parteigrenzen hinweg sucht, wie dies Charles de Gaulle ursprünglich beabsichtigte? Oder sollte er eher ein Superpremierminister sein, der eine parteipolitische Agenda durchsetzen kann, wenn seine Partei in der Nationalversammlung über die Mehrheit verfügt? In den letzten Jahrzehnten haben verschiedene Verfassungsänderungen Frankreich eher auf den letzteren Weg gebracht. [18]

So wurden 2000 die fünfjährige Amtszeit des Präsidenten an die Nationalversammlung angeglichen, wobei die Wahlen für die Legislative einen Monat nach den Präsidentschaftswahlen stattfinden. Beabsichtigt wurde damit, Zeiten der Kohabitation möglichst zu vermeiden – bis dahin war es relativ häufig der Fall, dass dem Präsidenten in der Nationalversammlung eine feindliche Mehrheit gegenüber stand.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[15]Siehe zum Beispiel Elgie, Robert (2010), "Duverger, Semi-presidentialism and the Supposed French Archetype", in: "France's Political Institutions at 50", Routledge, S. 6 - 25

[16]Knapp, Andrew und Wright, Vincent (2006) "The Government and Politics of France", 5th ed., Routledge, S. 65. (Wohl das einflussreichste englischsprachige Handbuch zur französischen Politik.)

[17]Siehe insbesondere "Cohen-Tanugi, L., La métamorphose de la démocratie Française: de l'État jacobin à l'État de droit", 2nd ed., Paris, Gallimard, 1993

[18]Grossman, Emiliano und Sauger, Nicolas (2010), "The End of Ambiguity? Presidents versus Parties or the Four Phases of the Fifth Republic", in: "France's Political Institutions at 50", Routledge, S. 181-194

Das neue System hat insoweit funktioniert, dass die letzten Präsidenten in der Nationalversammlung Mehrheiten für ihre Verbündeten sichern konnten. Aber es könnte auch dazu beigetragen haben, dass die beiden letzten Präsidenten, Nicolas Sarkozy und François Hollande, deutlich polarisierender und parteiorientierter agierten als ihre Vorgänger. Bei beiden blieb es bei einer Amtszeit und sie waren weit weniger beliebt als die meisten ihrer Vorgänger.

Anzumerken ist hier auch, dass die Nationalversammlung im Allgemeinen den Gesetzgebungsprozess dominiert. In den meisten Fällen kann der Senat (Oberhaus) die Gesetzgebung nur verzögern, nicht aber blockieren. Senatoren werden von Wahlkollegien (bestehend aus weit über 100.000 Wählern, meistens Gemeindevertreter wie Bürgermeister und Vertreter der Kommunalparlamente) gewählt. Da hier kleine, überwiegend ländliche Kommunen überrepräsentiert sind, wird der Senat traditionell von Mitte-Rechts-Parteien dominiert. In der Geschichte der Fünften Republik hatten die Sozialisten und andere Parteien links der Mitte nur einmal, von 2011 bis 2014, die Mehrheit.

„Hire and Fire“ nach französischer Art

Über reine Verfahrensfragen hinaus muss jede Beschreibung der französischen Regierungsführung die traditionell starke Rolle des administrativen Staats in der französischen Gesellschaft berücksichtigen. Zur Veranschaulichung mögen die Proteste dienen, die Donald Trump mit seinen öffentlichen Aufforderungen an einzelne Unternehmen ausgelöst hat, lieber eine Politik von „America first“ zu betreiben, als Arbeitsplätze ins Ausland zu verlagern. In Frankreich würden derartige gezielte Maßnahmen – sowohl unter einer linken wie einer rechten Regierung – und Wirtschaftsnationalismus allgemein als normale Praxis betrachtet werden und wären kaum der Rede wert. (Schließlich waren Franzosen die Väter des Merkantilismus.)

In Frankreich ist öffentliche Kritik an einzelnen Unternehmen oft nicht einmal nötig. In Teil 3 hatten wir ja bereits darauf hingewiesen, dass verfassungsrechtliche Zwänge und wirtschaftliche Institutionen in der Regel die Auswirkungen einzelner Wahlereignisse abschwächen. Hierbei gibt es in Frankreich noch eine Besonderheit.

Bei den anderen bisher untersuchten Beispielen politischer Konjunkturzyklen ging es um die Frage, wie Regierungen die Privatwirtschaft beeinflussen könnten, um die Chancen ihrer Wiederwahl zu verbessern. Vor einigen Jahren stellten sich mehrere Ökonomen die Frage, ob diese Kausalität in Frankreich auch umgekehrt funktionieren würde. Marianne Bertrand, Francis Kramarz, Antoinette Schoar und David Thesmar untersuchten, zu welchem Zeitpunkt in Unternehmen von „politisch vernetzten“ Vorstandsvorsitzenden (CEOs) neue Arbeitsplätze geschaffen bzw. Mitarbeiter entlassen wurden. Ein Vorstandsvorsitzender wird dann als „politisch vernetzt“ bezeichnet, wenn er oder sie früher im öffentlichen Sektor und als Berater eines Ministers („cabinet ministeriel”) beschäftigt war.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Zur Zeit der Untersuchung in den späten 1990er und frühen 2000er Jahren hatten 11 Prozent der an französischen Börsen notierten Unternehmen, die etwa 63 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung auf sich vereinen, einen ehemaligen Staatsbeamten an der Spitze. Über die Hälfte dieser CEOs hatte auch Regierungsminister beraten.

Als nächstes untersuchte die Studie, wie viele Arbeitsplätze jedes Unternehmen in seiner Kommune geschaffen hat und wie viele Betriebe jährlich in einer bestimmten Stadt errichtet oder geschlossen wurden und verglich diese Daten anschließend mit den Ergebnissen der Kommunalwahlen 1995 und 2001. Das Ergebnis zeigte, dass politisch vernetzte CEOs äußerst sensibel auf den Wahlkalender reagierten. In Wahljahren waren diese Firmen eher dazu geneigt, Arbeitsplätze zu schaffen als Betriebe zu schließen. Dies war in den Kommunen, in denen der Wahlausgang ungewiss war, besonders ausgeprägt. Diese Ergebnisse trafen sowohl auf Unternehmen zu, die irgendwann einmal verstaatlicht wurden, als auch auf Firmen, die sich niemals im Staatsbesitz befanden, vorausgesetzt, dass an ihrer Spitze ein politisch vernetzter CEO stand. [19]

Die Sollbruchstellen

All das sollte man bei der Analyse der diesjährigen Präsidentschaftswahl berücksichtigen. In Frankreich werden sowohl der öffentliche wie auch der private Sektor von einer recht homogenen Personengruppe dominiert. So haben die meisten der in der vorhin beschriebenen Studie befragten Manager eine ähnliche Ausbildung durchlaufen, in der Regel in (zumindest) einer der „Grandes Écoles". Der Wechsel vom Staatsdienst in die private Wirtschaft und wieder zurück ist in Frankreich nicht ungewöhnlich.

Dies mag nach einer ausgeprägten Vetternwirtschaft klingen, ist in der Realität aber differenzierter zu beurteilen. Die Zulassungskriterien zu den „Grandes Écoles" wie dem Polytechnique für Ingenieurwissenschaften, der École nationale d'administration (ENA) für angehende Staatsdiener oder der Business School École des hautes études commerciales (HEC-Paris) sind anspruchsvoll. Sie basieren im Wesentlichen auf der persönlichen Eignung, gemessen vor allem anhand von zahlreichen standardisierten Prüfungen. Auch der Staatsdienst verfolgt einen ähnlichen Ansatz bei der Selektion von möglichst hochqualifizierten Mitarbeitern.

Per Saldo hat sich dieser Ansatz in den letzten 50 Jahren nicht schlecht bewährt. Ein kleines Indiz für die mitunter beachtliche Qualität des öffentlichen Dienstes ist die im vorangegangenen Beispiel zitierte Studie. In vielen Ländern wären vergleichbare Untersuchungen unmöglich, weil es schlicht an genügend detaillierten und regelmäßig veröffentlichten Daten über die Beschäftigung auf kommunaler Ebene fehlt.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[19] Bertrand, Marianne, Kramarz, Francis, Schoar, Antoinette und Thesmar, David (2006) "Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France" verfügbar online unter http://www.crest.fr/ckfinder/userfiles/files/pageperso/kramarz/politics_060207_v4.pdf. Eine weitere interessante Erkenntnis war, dass politisch vernetzte Firmen in Frankreich finanziell gesehen keinen Nettonutzen daraus ziehen. Anders als „in anderen Ländern scheinen politische Verbindungen hohe Kosten nach sich zu ziehen" (S. 28) – zumindest für die Aktionäre der betroffenen Firmen.

Den Millionen arbeitslosen Menschen oder denen, die zwar einen Job haben, diesen aber gerne wechseln möchten, hilft das natürlich wenig. Unzufriedenheit über die Lage am Arbeitsmarkt im Allgemeinen sowie die Jugendarbeitslosigkeit im Besonderen sind seit Jahrzehnten eine Quelle von Frustration. Im Wahljahr 2017 könnte das entscheidend sein – sowohl um das Abschneiden der Kandidaten in den Präsidentschaftswahlen zu verstehen, als auch um abzuschätzen, was der Gewinner der Wahl möglicherweise bewirken kann.

Die Präsidentschaft Mitterrand

Was kann ein neuer französischer Präsident bewirken? So einiges; das legen zumindest die Erfahrungen der 1980er Jahre nahe. Dieses Jahrzehnt wird meistens mit einer Zeit der Steuersenkungen, der Deregulierung sowie anderer angebotsseitiger Reformen assoziiert. Frankreich nahm jedoch einen anderen Weg.

Francois Mitterrand wurde 1981 zum ersten Mal ins Amt gewählt. Es war sein dritter Anlauf in den Élysée-Palast, und er wurde der erste linke, in allgemeiner Wahl bestimmte Präsident Frankreichs. Mitterrand machte sich sofort daran, ein radikales Wirtschaftsprogramm umzusetzen, mit neuen Steuern (inklusive einer Vermögenssteuer), einem Ausbau der Arbeitnehmerrechte, höherem Mindestlohn und weiteren, großzügigen Sozialleistungen. Große Industriebetriebe wurden verstaatlicht, genauso wie Banken. Die Macht des Staates, der während der gesamten Nachkriegszeit schon großen Einfluss auf die Wirtschaft hatte, wurde weiter gestärkt.

Die Resultate dieser Politik ließen nicht lange auf sich warten: Die Handelsbilanz verschlechterte sich, die Arbeitslosigkeit nahm zu und die Inflation stieg an, während sie von Deutschland über Großbritannien und die Vereinigten Staaten so gut wie überall rückläufig war. Die Märkte reagierten entsprechend. Der französische Franc kam unter Druck. Daher entschloss man sich bereits Mitte 1983 zur Aufgabe des makroökonomischen Experiments. Da war die wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit der Linken allerdings bereits dahin; die Niederlage bei den nächsten Parlamentswahlen folgte prompt. [20]

Diese Episode demonstriert, wie radikal eine französische Regierung agieren kann, wenn sie zwar mit einer großen Mehrheit, aber wenig politischer Erfahrung ins Amt gewählt wird. So lange sie in der Öffentlichkeit Popularität genießt und die Nationalversammlung kontrolliert, gibt es wenig, das sie bremsen oder gar stoppen kann. „Checks and Balances“, wie man sie aus anderen Ländern kennt, kamen in diesem Fall nicht aus dem politischen System, sondern von außen über die Kräfte des Marktes.

Im umgekehrten Fall, wenn es um marktwirtschaftliche Reformen geht, hat sich das politische System in Frankreich bisher weniger radikal gezeigt. Auch das lag jedoch weniger an systeminhärenten Bremsklötzen als an der gallischen Streikfreudigkeit. In

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[20] FFür einen Überblick siehe Sachs, Jeffrey und Wyplosz, Charles (1986), “The Economic Consequences of President Mitterrand”, Economic Policy, Vol. 1 (2), S. 261-322, die überzeugend argumentieren, dass die französische Volkswirtschaft bereits in schlechtem Zustand war als Mitterrand antrat, und, weniger überzeugend, dass er Anerkennung verdient hätte für seine schnelle Kursänderung

regelmäßigen Abständen wurden geplante Reformen unter dem Druck der Straße deutlich entschärft, so auch unter den letzten beiden Präsidenten.

Die Kandidaten für 2017

Seit Beginn des Jahres liegt Marine Le Pen in den Umfragen für den ersten Wahlgang am 23. April deutlich in Führung. Nach aktuellen Prognosen dürfte sie zwischen 25 und 27 Prozent der Stimmen erreichen. Damit scheint ihr Einzug in die Stichwahl am 7. Mai gesichert, die abgehalten werden muss, wenn kein Kandidat die absolute Mehrheit erreicht. Als Nachfolgerin ihres Vaters Jean-Marie Le Pen an der Spitze des Front National (FN) hat sie versucht, das radikale Image der Partei zu entschärfen. Besonders beim Thema Migration vertritt sie jedoch weiterhin eine harte Linie. Wirtschaftspolitisch hat sie sich als scharfe Kritikerin von Globalisierung, Freihandel, der EU und der Gemeinschaftswährung Euro profiliert. Die Kapitalmärkte befürchten, dass Frankreich nach einem Wahlsieg von Marine Le Pen aus der Eurozone ausscheiden könnte.

Am dichtesten ist ihr der Politneuling Emmanuel Macron auf den Fersen. Der 39-jährige ehemalige Investmentbanker hat bisher noch nie ein gewähltes Amt bekleidet. Früher ein Berater des scheidenden Präsidenten François Hollande, hat sich Macron als Wirtschaftsminister zwischen 2014 und 2016 einen Ruf als marktfreundlicher Reformer erworben. Seine, relativ moderaten, Reformpläne beinhalten eine leichte Senkung der Steuern, verbunden mit Einsparungen bei den Staatsausgaben; 120.000 Stellen im öffentlichen Sektor, die in den nächsten Jahren frei werden, sollen nicht neubesetzt werden. Am Vielversprechendsten sind Macrons Vorschläge zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes. Er will sich außerdem verstärkt um die Verbesserung der Qualifikation von Arbeitslosen bemühen, sowie die Kriterien für den Bezug von Arbeitslosenunterstützung verschärfen. Darüber hinaus gilt Macron als der europafreundlichste Kandidat. Aktuell verzeichnet er in Umfragen einen Stimmenanteil von ca. 23-25 Prozent. In einen zweiten Wahlgang würde er mit deutlichem Vorsprung gegenüber Marine Le Pen gewinnen: Aktuelle Prognosen sehen Macron bei 59-62 Prozent, während seine Widersacherin auf 38-40 Prozent käme.

An nächster Stelle folgt François Fillon, der aktuell mit 19-21 Prozent der Stimmen im ersten Wahlgang rechnen könnte. Fillon ist der Kandidat von Frankreichs größter mitte-rechts-Partei (die sich 2015 in „Les Républicains“ umbenannt hat). Fillon war der überraschende Sieger in den ersten Vorwahlen für die Präsidentschaft, die seine Partei je abgehalten hat. In seinem Wahlkampf wollte er ursprünglich vor allem mit einer weitreichenden wirtschaftlichen Reformagenda punkten, die Steuersenkungen, Ausgabenkürzungen und Deregulierung vorsieht. In den letzten Wochen geriet er aber aufgrund der vermuteten Scheinbeschäftigung seiner Frau und zwei seiner Kinder stark unter Druck.[21]Die Anstellung von Freunden und Verwandten von Parlamentariern ist in Frankreich nicht unüblich, es

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[21]The Economist, 4. Februar 2017, „A scandal throws France's presidential race wide open“

ist jedoch nicht klar, ob Madame Fillon auch tatsächlich für ihren nicht unbeträchtlichen Lohn gearbeitet hat. Trotz einer Vorladung durch Ermittlungsrichter wegen Betrugsverdachts hält François Fillon an seiner Kandidatur fest. Aktuelle Umfragen sehen ihn bei einem Erreichen des zweiten Wahlganges vor Marine Le Pen, mit einem Vorsprung von 56-59 Prozent gegenüber 40-43 Prozent.

Anderen Kandidaten werden aktuell kaum Chancen für den Einzug in die Stichwahl zugebilligt. Allerdings gibt es Spekulationen, dass auf der linken Seite ein Bündnis zwischen Benoît Hamon, dem sozialistischen Kandidaten und ehemaligen Erziehungsminister unter Hollande, und dem radikalen Linken Jean-Luc Mélenchon zustande kommen könnte. Mélenchon liegt in aktuellen Umfragen bei 10-12 Prozent, was in etwa seinem Ergebnis bei der Präsidentschaftswahl 2012 entsprechen würde. Hamon's Stimmenanteil hat zuletzt zwischen 13 und 16 Prozent geschwankt. Die Reaktion der Wählerschaft auf eine Kooperation der beiden ist jedoch unklar. Die Frist zum Einreichen der Kandidatur endet am 17. März, am 21. März wird die finale Kandidatenliste veröffentlicht.

Das aus der Perspektive der Finanzmärkte unerfreulichste Ergebnis wäre eine erfolgreiche Liaison auf der linken Seite, gekrönt vom Einzug des gemeinsamen Kandidaten in die Stichwahl gegen Marine Le Pen. Da auch Monsieur Mélenchon sich einen Ruf als ausgewiesener Euroskeptiker erworben hat, wäre sowohl die Zukunft der Eurozone als auch die wirtschaftliche Entwicklung Frankreichs höchst ungewiss..

Noch ist alles offen

Schnell könnte man vor dem Hintergrund der aktuellen Umfragen für den zweiten Wahlgang einen Sieg von Marine Le Pen ausschließen. Wir halten dies jedoch für verfrüht. Zugegebenermaßen lagen Meinungsumfragen in Frankreich in der Vergangenheit recht gut, sowohl in Bezug auf die Prognose des Ausganges des ersten als auch eines etwaigen zweiten Wahlganges von Präsidentschaftswahlen. Bei anderen politischen Entscheidungen war die Erfahrung jedoch gemischt.

Ein großer Unsicherheitsfaktor dürfte die Wahlbeteiligung sein. Diese war bei Präsidentschaftswahlen in der Regel hoch, bei Regionalwahlen jedoch geringer. Es bleibt abzuwarten, wessen Wähler disziplinierter zur Urne gehen. Aktuelle Umfragen deuten darauf hin, dass die Anhänger von Marine Le Pen sich ihrer Wahl am sichersten sind, während die Anhänger etwa von Emmanuel Macron hier noch eher schwanken.

Bei der Interpretation dieser Umfragen sollte man aber etwas Vorsicht walten lassen. Bisher gab es erst 10 Präsidentschaftswahlkämpfe, von denen keiner große Ähnlichkeiten mit dem aktuellen Urnengang aufweist. Bei früheren Präsidentschaftswahlen waren die aussichtsreichen Kandidaten immer gestandene, bekannte Politiker. Als François Mitterrand, Jacques Chirac, Georges Pompidou, Valéry Giscard d'Estaing, Nicolas Sarkozy oder François Hollande ins Amt gewählt wurden, konnten sie schon auf eine jahrzehntelange Erfahrung zurückblicken. Typischerweise hatten sie nicht nur das eine

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

oder andere Ministeramt bekleidet, sondern auch schon so manchen Wahlkampf ausgetragen. Einige hatten auch schon vorher einmal für das Präsidentenamt kandidiert, oder sich zumindest mit dem Gedanken dazu getragen. Viele Wähler hatten sich also längst ein Urteil gebildet, bevor es mit dem eigentlichen Präsidentschaftswahlkampf losging.

Im Gegensatz dazu ist Emmanuel Macron ein politischer Quereinsteiger und für viele Wähler, besonders außerhalb der urbanen Regionen, ein relativ unbeschriebenes Blatt. Und ob François Fillon nach dem Skandal ein Comeback gelingen wird ist noch unklar. Auch gegen Marine Le Pen wird ermittelt, in ihrem Fall unter anderem wegen des Verdachts illegaler Parteienfinanzierung. Ihre Anhänger scheint dies weniger zu stören. Es kann aber gut sein, dass dadurch das Erschließen neuer Wählergruppen erschwert wird.

Ergo kann bis zu den Wahlen noch viel passieren, sowohl vor dem ersten Urnengang, als auch danach vor der Stichwahl. Marine Le Pen ist eine erfahrene Wahlkämpferin, und der Front National hat in den letzten Jahrzehnten eine schlagkräftige Infrastruktur aufgebaut. Zusätzlich gibt es Anzeichen einer Einflussnahme von außen, wobei besonders Russland und seine staatsgelenkten Medien Emmanuel Macron zu beschädigen suchen.[22]

Die Unsicherheit kann aber auch zu Lasten des Front National wirken. So haben die Umfragen die Partei bei der entscheidenden zweiten Runde der letzten Regionalwahlen 2015 deutlich überschätzt. Der Partei, unter anderem auch Marine Le Pen und ihrer Nichte Marion Maréchal-Le Pen als Spitzenkandidaten in zwei Regionen, wurden damals deutlich bessere Chancen zugebilligt, als es das Wahlergebnis schlussendlich gerechtfertigt hat. Trotz eines klaren Sieges im ersten Wahlgang gelang es dem FN in der Stichwahl nicht, auch nur eine einzige Regionalpräsidentschaft zu gewinnen. Der Grund für diese überraschende Niederlage war die plötzlich gestiegene Wahlbeteiligung. Viele Franzosen gingen im zweiten Wahlgang zur Urne, um einen Sieg des Front National zu verhindern. Ähnlich erging es Jean-Marie Le Pen 2002, als er es zur allgemeinen Überraschung in den zweiten Wahlgang schaffte, um dann aber von Jacques Chirac mit klarer Mehrheit geschlagen zu werden.

Übersehen die Märkte etwas?

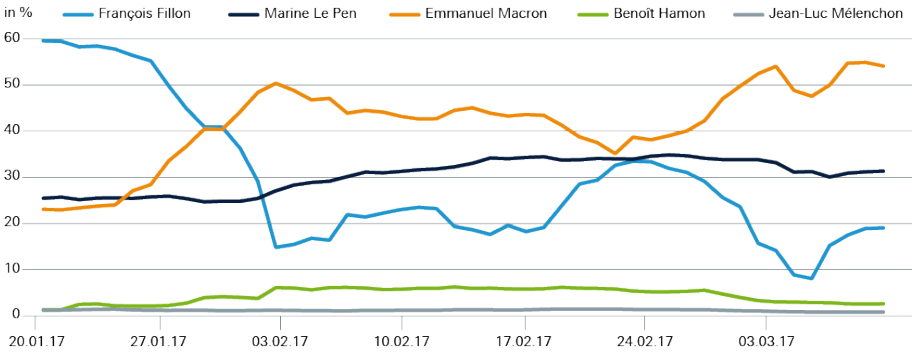
Die Nervosität an den Märkten ist hauptsächlich mit der Furcht eines französischen Ausscherens aus der Eurozone zu begründen. Das scheint keineswegs sicher, selbst wenn Le Pen gewinnen sollte. Kurzfristig stellt sich jedoch eine andere Frage, nämlich ob die Märkte da nicht etwas ganz Wesentliches übersehen haben.

Wir behalten in Bezug auf die französischen Wahlen gerne die politischen Wettbörsen im Blick..

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[22] Vorwürfe bzgl. russischer Cyber-Attacken haben deutliche Proteste von Seiten der französischen Regierung sowie russische Dementi nach sich gezogen. Siehe z.B. France 24, 20. Februar 2017, "France condemns alleged Russian cyber attacks targeting presidential candidate Macron"

Wettquoten der aussichtsreichsten französischen Präsidentschaftskandidaten



Quelle: Oddschecker, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 08.03.2017

Zwar scheint es eher unwahrscheinlich, dass sich daraus belastbare Prognosen ableiten lassen.[23] Aber die Wettbörsen dürften ein sehr verlässlicher Indikator sein, wie die Finanzmarktteilnehmer gerade die Chancen der einzelnen Kandidaten einschätzen. So sind etwa die Risikoprämien auf Staatsanleihen deutlich angezogen, und zwar im Gleichschritt mit der geschätzten Wahrscheinlichkeit eines Sieges von Le Pen an den Wettbörsen (s. Grafik in Teil 1).

Dagegen ist der Zusammenhang zwischen dem Aktienmarkt und den Wahrscheinlichkeiten an den Wettbörsen deutlich weniger stark ausgeprägt. Das scheint doch einigermaßen seltsam. Denn die aktuelle Situation lässt sich ja durchaus auch so interpretieren, dass zwei der drei führenden Kandidaten sich klar zu Wirtschaftsreformen bekennen. Addiert man die aktuellen Umfragewerte von Fillon und Macron für den ersten Wahlgang, so liegen diese bereits bei deutlich über 40 Prozent. Damit liegen sie klar vor den Kandidaten aus dem traditionellen linken Lager.

Zusammenfassend kann man feststellen, dass sich der politische Wind in Frankreich gedreht hat. Die Franzosen haben genug vom Status quo. Aber was heißt das genau, wenn man in einem Land wie Frankreich lebt, wo wirtschaftspolitische Nationalisten verschiedenster Couleur seit Jahrzehnten den Ton angeben?

Fazit

Der amerikanische Zukunftsforscher Roy Amara beobachtete, dass Menschen die Auswirkungen neuer Technologien kurzfristig über- und langfristig unterschätzen. Das lässt sich wohl auch auf politische Brüche übertragen.

Unserer Meinung nach manifestiert sich im Brexit-Referendum und der Wahl Donald Trumps nicht das klassische links-rechts-Muster, sondern ein neues politisches Koordinatensystem. Als Folge dieser zwei Ereignisse scheint es uns ratsam, auch in anderen Ländern nach Zeichen zunehmenden Wählerzorns zu suchen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

[23] Hierfür wäre es erforderlich, dass Marktteilnehmer Informationen haben, die Umfragen nicht einbeziehen. Zum Beispiel könnten französische Teilnehmer am politischen Aktien- oder Wettmarkt, die selbst Wechselwähler sein könnten, einiges darüber wissen, wie sie oder ihre Nachbarn sich entscheiden werden. Im Gegensatz dazu verlassen sich Wettteilnehmer in London oder Dublin häufiger auf Umfragen und Zeitungsartikel, was potentiell Rauschen und Volatilität hinzufügt, aber wenig zusätzliche Informationen liefert.

Es muss einem jedoch klar sein, dass sich der Aufstand gegen den Status quo in jedem Land ganz unterschiedlich ausdrücken kann. Wie wir in dem Spezial dargelegt haben, sind einige der nationalistischen Protestparteien, etwa der FN in Frankreich oder die PVV in den Niederlanden, keine politischen Neulinge mehr. In vielen europäischen Ländern hatten bzw. haben sie schon auf regionaler und lokaler Ebene Regierungsverantwortung, manchmal sogar (direkt oder indirekt) auf nationaler Ebene.

Unabhängig wie man dazu steht, bleiben die politischen Auseinandersetzungen in Europa ein Wirrwarr vor allem innenpolitischer Scharmützel. Deshalb haben wir uns in diesem Spezial auf die nächsten Urnengänge konzentriert – die in den Niederlanden und in Frankreich. Natürlich werden wir später auch die bevorstehenden Wahlen in Deutschland und – falls es zu vorgezogenen Neuwahlen kommen sollte – Italien begleiten. Bis dahin würden wir davon abraten, in jedem einzelnen nationalen Wahlergebnis gleich einen europäischen Trend zu wittern.

Das gilt insbesondere für Frankreich. Die Grande Nation folgt seit langem ihren eigenen politischen Zyklen. Dabei marschiert sie oft, nicht ohne Stolz, in ganz andere Richtung als es vielleicht gerade dem angelsächsischen Zeitgeist entspräche. Während andere Länder sich also abschotten, könnte Frankreich durchaus für gegenteilige Überraschungen sorgen – und sich etwa so fremdländischen Konzepten wie Wettbewerb, Marktwirtschaft, Innovation und möglicherweise gar “Laissez-faire” zuwenden. Auch vor diesem Hintergrund bleibt es spannend, welche beiden Kandidaten in die Stichwahl kommen und welche politischen Akzente sie setzen werden.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Glossar

Bank of England (BoE)

Zentralbank des Vereinigten Königreichs mit Sitz in London

Brexit

Kunstwort bestehend aus "Britain" und "Exit" zur Beschreibung eines möglichen Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

CAC 40

Französischer Aktienindex, der aus den 100 Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung an der Euronext Paris die 40 wichtigsten Werte abbildet.

Checks-and-Balances

Interaktions- und Kontrollverfahren in den USA, das sich aus der Gewaltenteilung in Legislative, Exekutive und Judikative ergibt

Dax

Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus den 30 wichtigsten notierten Unternehmen Deutschlands zusammensetzt; im Gegensatz zu den meisten anderen Indizes ist der Dax ein Performanceindex, der Dividendenzahlungen beinhaltet

Demokraten

Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell links von der Republikanischen Partei positioniert ist.

Euro Stoxx 50

Index, welcher die Entwicklung von 50 Standardaktien in der Eurozone abbildet

Europäische Union (EU)

Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 28 Mitgliedsstaaten

Französischer Franc

Französische Währung vor der Einführung des Euro 1999

Front National (FN)

Rechtspopulistische Partei, die 1972 von Jean-Marie Le Pen gegründet und nun von seiner Tochter, Marine Le Pen, angeführt wird

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

FTSE 100

Aktienindex, der die Aktien der nach Marktkapitalisierung 100 größten Unternehmen an der London Stock Exchange abbildet

Fünfte Republik

Seit 1958 das republikanische Regierungssystem Frankreichs. Es wurde von Charles de Gaulle zu dem Zweck gegründet, ein starkes Staatsoberhaupt zu etablieren.

Republikanische Partei (Republikaner)

Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell rechts von der Demokratischen Partei positioniert ist

S&P 500

Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Swing States

Bundesstaaten, in denen mit einem knappen Ausgang bei den Präsidentschaftswahlen gerechnet wird

Wahlmännergremium

Das Gremium, das den Präsidenten und den Vizepräsidenten der Vereinigten Staaten wählt und von Wahlmännern aus den einzelnen Bundesstaaten gebildet wird; die Zahl der Wahlmänner entspricht der Zahl der Vertreter des jeweiligen Staates im Kongress.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Risikohinweise

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurück erhalten.

Anlagen im Ausland – Die Länder, in denen diese Anlagen platziert sind, könnten sich als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Zudem wird der Wert von Anlagen in ausländische Wertpapiere oder andere Vermögenswerte durch etwaige Schwankungen in den Wechselkursen beeinflusst und jegliche Restriktion, die zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen wird, könnte es schwieriger oder gar unmöglich machen, ausländische Währung zu wechseln oder zurückzuführen.

Wechselkurs/ Ausländische Währung – Solche Transaktionen umfassen eine weite Bandbreite an Risiken, welche u.a. Währungs- und Abwicklungsrisiken enthalten. Wirtschaftliche oder finanzielle Instabilität, das Fehlen von fristgerechten und/ oder zuverlässigen Auskünften über die finanzielle Situation sowie nachteilig verlaufende Entwicklungen politischer oder rechtlicher Natur könnten die Konditionen, Bedingungen, Marktfähigkeit und/oder den Preis einer ausländischen Währung substantiell und nachhaltig verändern. Verluste und Gewinne in ausländische Währung betreffenden Transaktionen werden auch von Währungsschwankungen betroffen sein, wann immer die Notwendigkeit eines Transfers des Produktwertes in eine andere Währung besteht. Zeitzonenunterschiede könnten dazu führen, dass mehrere Stunden zwischen einer Zahlung in einer Währung und der kompensierenden Zahlung in einer anderen Währung verstreichen. Relevante Bewegungen in den Wechselkursen während der Abwicklungsperiode könnten eine ernsthafte Aufzehrung potenzieller Gewinne und/oder eine signifikante Erhöhung der Verluste zur Folge haben.

Hochverzinsliche festverzinsbare Wertpapiere – Das Anlegen in hochverzinslichen Anlagen, welche zu einer höheren Volatilität tendieren als festverzinsliche Wertpapiere einer guten Anlagebonität, ist spekulativ. Diese und hochverzinsliche Wertpapiere, welche durch Zinssatzänderungen und der Kreditwürdigkeit der Aussteller beeinflusst werden, beinhalten sowohl zusätzliches Kredit- als auch Ausfallsrisiko.

Hedge Fonds – Eine Anlage in Hedge Fonds ist spekulativ und beinhaltet ein hohes Maß an Risiko. Solche Anlagen sind nur für professionelle Kunden (MiFID Direktive 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hede Fonds erreicht wird und/oder, dass Anleger ein Teil oder den Gesamtbetrag ihres Anlagevermögens zurückerhalten.

Rohstoffe – Das Verlustrisiko beim Handeln mit Rohstoffen (z.B. Industrierohstoffe wie Gold, Kupfer und Aluminium) kann von

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

substantieller Natur sein. Der Rohstoffpreis kann substantiellen Schwankungen in kurzen Zeitintervallen unterliegen und durch unvorhersehbare weltweite Politikmaßnahmen (einschließlich Geldpolitik) beeinflusst werden. Des Weiteren könnten die Bewertungen von Rohstoffen anfällig gegenüber solch nachteiliger globaler Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und/oder Regulation sein. Vorausschauende Anleger müssen unabhängig die Eignung einer Anlage in Rohstoffen unter Berücksichtigung ihrer eigenen finanziellen Bedingungen und Ziele prüfen. Nicht alle Konzernfirmen oder Tochtergesellschaften der Deutschen Bank Gruppe offerieren Rohstoffe und/oder rohstoffbezogene Produkte und Dienstleistungen.

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfassen signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotenzial und fehlende Transparenz. Das Umfeld für Anlagen in außerbörslichen Unternehmen ist zunehmend volatil und kompetitiv. Anleger sollten nur in den Fonds investieren, wenn der Anleger einem Verlust des Gesamtanlagebetrags standhalten kann. Angesichts der Restriktionen bezüglich Zurückziehungen, Transfers und Rückkäufe und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fonds in keiner Rechtsprechung unter die Gerichtsbarkeit der Wertpapiergesetze fallen, gilt eine Anlage in den Fonds als illiquide. Anleger sollten darauf vorbereitet sein, die finanziellen Risiken ihrer Anlagen über einen unbegrenzten Zeitraum zu tragen.

Anlagen in Immobilien könnten aufgrund einer Vielzahl an Faktoren nach der Akquirierung keine Wertentwicklung erzielen.

Anlagen in Immobilien, die keine Wertentwicklung erzielen, könnten substantielle Ausarbeitungsverhandlungen und/oder Restrukturierung erfordern.

Die Umwelt betreffende Verpflichtungen könnten insofern ein Risiko darstellen, als dass der Besitzer oder der Betreiber des Grundbesitzes haftpflichtig gemacht werden könnte für die Kosten, die bei der Entfernung oder der Sanierung von bestimmten gefährlichen Substanzen auf, unter, in oder um den Besitz herum auftreten. Zudem könnten sich die Länder, sofern Anlagen in Grund- und Hausbesitz im Ausland getätigt werden, als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Schlussendlich könnte auch die Aussetzung gegenüber Schwankungen in Wechselkursen den Wert des Grund- und Hausbesitzes beeinflussen.

Strukturierte Lösungen sind aufgrund ihrer potentiellen Illiquidität, ihrer Optionalität, ihrer Frist zur Zurückzahlung und dem Auszahlungsprofil der Strategie nicht für alle Anleger geeignet. Wir, unsere Konzernunternehmen oder uns oder solchen Konzernunternehmen angeschlossenen Personen könnten: eine Long- oder eine Short-Position in einem Wertpapier, zu dem hier Stellung genommen wurde, bzw. in zugehörigen Futures oder Options unterhalten, Wertpapiere kaufen oder verkaufen, eine Position nehmen, um ein Nachfrager und Anbieter von Wertpapieren zu vermitteln oder sich an anderen etwaigen Transaktionen beteiligen, die solche Wertpapiere betreffen und Provision oder eine andere Kompensation verdienen. Berechnungen von Erträgen auf Instrumente könnten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

möglicherweise an einen Index oder einen Zinssatz gekoppelt sein. In solchen Fällen könnten die Anlagen möglicherweise nicht für Personen geeignet sein, denen solche Indices oder Zinssätze unbekannt sind und/oder, die nicht in der Lage oder nicht Willens sind, die mit den Transaktionen verbundenen Risiken zu tragen. Produkte, welche in einer Währung gezeichnet sind, die nicht des Anlegers eigene Währung ist, unterliegen Änderungen in Wechselkursen, welche einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder die Rendite der Produkte haben können. Diese Produkte sind möglicherweise nicht schnell realisierbare Anlagen und werden auf keinem regulierten Markt gehandelt.

Zusätzliche Risiken die beachtet werden müssen, umfassen Zinssatz-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwerts-, Rohstoff- und Marktrisiken. Bitte wägen Sie jegliche Risiken vorsichtig ab, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

Wichtige Hinweise – Deutschland

Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und deren Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Deutsche Asset Management, durch die Deutsche Bank AG, ihre Konzerngesellschaften und leitenden Angestellten sowie Mitarbeiter (zusammen die „Deutsche Bank"), hat dieses Dokument in gutem Glauben veröffentlicht.

Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage von Analysen der Deutsche Asset Management Investment GmbH getroffen wurden.

Diese Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar. Sie sind insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmte Handlungsempfehlung. Sie geben lediglich die aktuelle Einschätzung der Deutsche Asset Management Investment GmbH wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Damit ist sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- oder langfristige Handlungsentscheidung geeignet.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Aufnahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Deutsche Asset Management Investment GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada oder Japan sowie seine Übermittlung an US-Residents und US-Staatsbürger sind untersagt.

Die Deutsche Asset Management Investment GmbH vertritt keine bestimmte politische Ansicht. Die Analysen sollen lediglich mögliche Auswirkungen auf Finanzmärkte und makroökonomische Zusammenhänge zu erläutern helfen.

© 2017 Deutsche Asset Management Investment GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 09.03.2017