



# Francja Raport specjalny mForex

Czwartek, 20 kwietnia 2017

## Wstęp

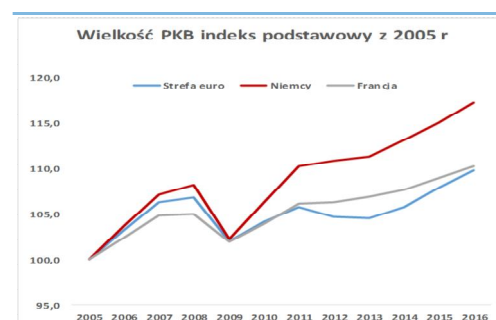
Po wynikach ubiegłorocznego referendum w Wielkiej Brytanii dotyczącego Brexitu oraz wygranej Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich rynek z dystansem podchodzi do badań opinii publicznej przed francuskimi wyborami na przełomie kwietnia i maja. Sondáže dają populistycznej kandydatce Frontu Narodowego niewielkie szanse na objęcie fotela prezydenta Francji, jednak w 2016 roku myliły się zarówno szacunki w Wielkiej Brytanii, jak i USA.

Choć szanse na zwycięstwo Marine Le Pen w wyborach prezydenckich wydają się być niewielkie, gdyż mimo możliwej wygranej w pierwszej turze mało prawdopodobne jest, aby ponad 50% Francuzów zagłosowało na nią w drugim starciu, to jednak konsekwencje gospodarcze płynące z jej wygranej dla Europy byłyby znaczące. To oznacza, że rynki finansowe muszą w pewnym stopniu dyskontować taki rozwój wydarzeń. Biorąc pod uwagę fakt, że Francja jest drugą gospodarką strefy euro, jej wyjście z unii monetarnej niosłoby ogromne skutki dla całej Unii Europejskiej i ważyłoby na dalszych losach strefy euro.

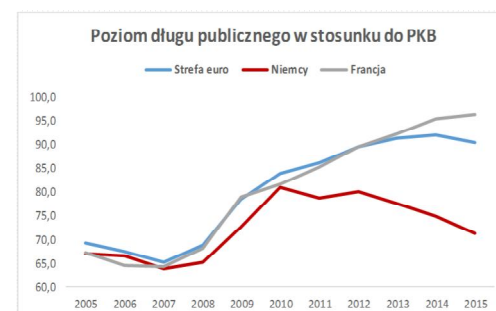
W poniższym raporcie chcemy przybliżyć Państwu sylwetki poszczególnych kandydatów, nakreślić możliwe scenariusze po pierwszej i drugiej turze wyborów i zastanowić się nad implikacjami rynkowymi wynikającymi z nich. Biorąc pod uwagę historyczne doświadczenia, nie wykluczamy żadnego wyniku pierwszej tury, a poniżej staramy się przedstawić jak materializację poszczególnych scenariuszy przyjmą rynki finansowe.

### Kalendarium

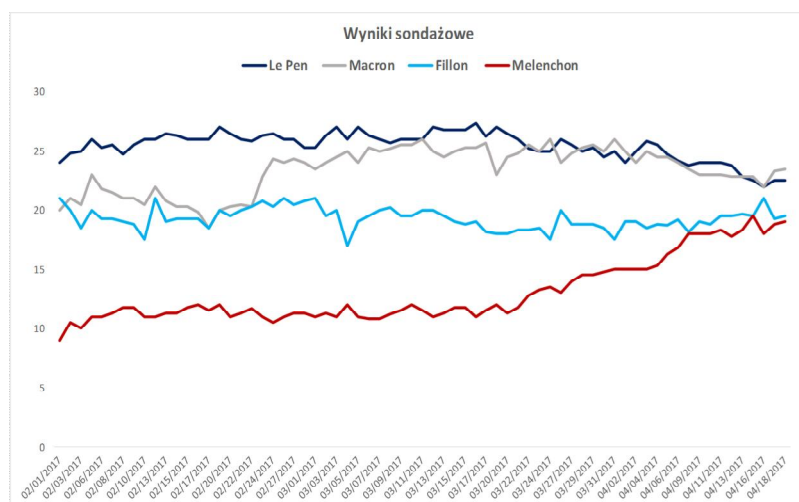
Data	Wydarzenie
23 kwietnia	I tura wyborów prezydenckich
7 maja	II tura wyborów prezydenckich
11 czerwca	I tura wyborów do Zgromadzenia Narodowego
18 czerwca	II tura wyborów do Zgromadzenia Narodowego
24 września	Wybory do senatu



Źródło: Eurostat



Źródło: Eurostat



Źródło: Bloomberg

### Autorzy

Jacek Bakoński  
Marcin Motłoch  
Rafał Sadoch

+48 22 697 49 53  
mforex@mbank.pl

---

## Wybory oraz kandydaci

---

Jesteśmy już na ostatniej prostej przed zaplanowaną na 23 kwietnia pierwszą turą wyborów prezydenckich, która wyłoni dwóch kandydatów, którzy staną naprzeciwko siebie w drugim starciu 7 maja. Na tym jednak nie koniec zmian politycznych we Francji, bo już w pierwszą i drugą niedzielę czerwca odbędą się kolejne tury wyborów do izby niższej francuskiego parlamentu. Wybory do senatu zaplanowane są natomiast na 24 września. Od tych najbliższych jednak najwięcej zależy, gdyż to prezydent we Francji powołuje rząd oraz premiera i to od niego najwięcej zależy w kraju. Najbliższe wybory będą decydować zatem, w którą stronę podaży druga największa gospodarka strefy euro, wytwarzająca ok. 20% produktu krajowego brutto obszaru objętego wspólną walutą. Ostatnie sondaże zgodnie z prawem pojawią się 21 kwietnia, na dzień przed wyborami. Lokale wyborcze zamkną się o godzinie 20:00 23 kwietnia i wtedy poznamy również pierwsze wyniki exit polls, ok. 2-3 godziny później wszystko powinno już być jasne. Poniżej prezentujemy sylwetki najważniejszych kandydatów.

### **Marine Le Pen**

Kandydatka Frontu Narodowego, eurosceptyczka opowiadająca się za wystąpieniem Francji ze strefy euro oraz - jeśli będzie to konieczne do odzyskania pełnej suwerenności - również z Unii Europejskiej. Jest ona zdecydowanym przeciwnikiem imigracji i chce ograniczenia jej do 10 tys. osób rocznie. Opowiada się za silnym zwiększeniem deficytu budżetowego w 2018 roku, jest zwolenniczką protekcjonizmu gospodarczego, oraz obniżenia wieku emerytalnego. Jej głównymi wyborcami są pracownicy fizyczni i mniej wykształcona część społeczeństwa. Populistyczna kandydatka większe poparcie zyskuje poza Paryżem i aglomeracjami miejskimi.

### **Emmanuel Macron**

Obecnie postrzegany za faworyta rynków finansowych. W latach 2014–2016 minister gospodarki, przemysłu i cyfryzacji w obecnym socjalistycznym rządzie. W przeciwieństwie do Le Pen, polityk zdecydowanie prounijny, uważany za kandydata centrowego. Opowiada się on za obniżeniem podatków dla firm, umiarkowaną konsolidacją fiskalną oraz wydłużeniem tygodniowego czasu pracy (Francuzi obecnie pracują 35 godzin tygodniowo), a także uelastycznieniem rynku pracy. Macron jest zwolennikiem Unii różnej prędkości, a więc zacieśnienia współpracy Niemiec, Francji, Włoch i Hiszpanii. Otrzymuje większość poparcia od bardziej wykształconej części społeczeństwa, tej skupionej w aglomeracjach miejskich.

### **Francois Fillon**

Kandydat Republikanów, minister w kilku rządach, wieloletni parlamentarzysta, a także były premier Francji w latach 2007-2012. Do stycznia, kiedy to na jaw wyszły rzekome informacje o fikcyjnym zatrudnianiu swojej żony, był faworytem w sondażach. Opowiada się za dalszą integracją europejską koncentrującą się na strefie euro. Fillon chce, by Unia otrzymała własny rząd oraz narzędzia do kreowania wspólnej polityki fiskalnej. Jest on za bardziej zdecydowaną konsolidacją finansów publicznych niż Macron. Fillon ma lepsze wyniki w regionie paryskim, ale nie jest popularny na prowincji. Większość jego poparcia pochodzi od wyborców, którzy głosowali na Sarkozy'ego w 2012 r.

### **Jean-Luc Melenchon**

Reprezentant elektoratu skrajnie lewicowego, sceptycznie nastawionego do globalizacji i integracji europejskiej. W razie wygranej obiecuje całkowitą przebudowę Unii, lub nawet opuszczenie wspólnoty, jeśli to będzie konieczne. Jest także za wyjściem z NATO. Proponuje skrócenie wieku emerytalnego do 60 roku życia oraz spłacanie długu publicznego z opodatkowania najbogatszych. Jest zwolennikiem wprowadzenia 100% podatku powyżej określonej kwoty dla najlepiej zarabiających, zwiększania wydatków publicznych, szczególnie tych dotyczących ochrony środowiska. Podobnie jak Marine Le Pen opowiada się za zacieśnieniem współpracy z Rosją (Fillon również jest za zniesieniem sankcji, Macron i Hamon chcą ich utrzymania).

# Programy kandydatów

	Marine Le Pen	Emmanuel Macron	Jean Luc Melenchon	Francois Fillon
Stosunek do Unii Europejskiej	Zapowiedź przeprowadzenia referendum w sprawie członkostwa Francji w UE w terminie 6 miesięcy od wyborów	Brak zmian	Renegocjacja traktatów, w celu zmuszenia koncentracji działań ECB na wzroście zatrudniania i wzroście gospodarczym, przy braku powodzenia wyjście z UE	Brak zmian
Stosunek do strefy euro	Wyprowadzenie Francji ze strefy euro	Wzmocnienie strefy euro	Pozostanie w strefie euro uzależnione od wyniku negocjacji	Brak zmian
Reformy fiskalne	"Inteligentny protekcjonizm"	Cięcie wydatków o 60 miliardów euro (zasiłki dla bezrobotnych i ubezpieczenia zdrowotne). W zamian 50 miliardów inwestycji nakierowanych na szkolenie pracowników i rozwój technologii w zakresie ekologicznych źródeł energii	Wydanie 100 miliardów euro na zmiany celujące w ochronę środowiska	Cięcie publicznych wydatków o 100 miliardów euro
Dług publiczny	Denominowany we frankach po opuszczeniu strefy euro	Utrzymywanie deficytu na poziomie 3% PKB ustalonym przez EU	Limit 3% dla deficytu określa jako "szaleństwo"	Krótkoterminowy wzrost deficytu, zbilansowanie budżetu przed 2022 rokiem
ECB	Odzyskanie niezależności w kreowaniu polityki monetarnej przez Bank Francji	Respektowanie niezależności ECB	Brak niezależności ECB i zmiana jego mandatu ograniczająca jego działania do kupowania rządowych obligacji	Polityka monetarna powinna być koordynowana w zgodzie z szerszą strategią makroekonomiczną
Polityka wobec uchodźców	Wzmocnienie kontroli granicznych, ustanowienie górnej granicy przyjmowania imigrantów na poziomie 10 000 osób rocznie	Zatrudnienie większej ilości policjantów, zwiększenie wydatków na obronność	Napływ imigrantów określa jako korzystny dla francuskiej gospodarki	Ustalenie kwot przyjmowania imigrantów na najniższym możliwym poziomie
Wiek emerytalny	Obniżenie wieku emerytalnego do 60 lat, dla tych którzy przepracowali przynajmniej 40 lat	Zrównanie obowiązujących przepisów dla pracowników z sektora prywatnego i sektora publicznego	Obniżenie wieku emerytalnego do 60 lat, dla tych którzy przepracowali przynajmniej 40 lat	Podniesienie wieku emerytalnego do 65 lat
Reformy podatkowe	Obniżenie kosztów umów pracowniczych zawieranych przez małe przedsiębiorstwa. Dodatkowy 10% podatek za zatrudnianie obcokrajowców	Obniżenie kosztów pracy i podatków dla przedsiębiorstw	100% podatku dla dochodu przekraczającego 400 000 euro, podwyższenie najwyższego progu podatkowego do 90% dla 0.05% najlepiej zarabiających, obniżenie podatków dla najuboższych	Obniżenie kosztów pracy dla firm i dla pracowników, podwyższenie podatku od sprzedaży
Rynek pracy	Francuzi traktowani priorytetowo na rynku pracy	Większa elastyczność dla przedsiębiorstw	Limity dla wynagrodzenia prezesów spółek	Cięcie 500 tysięcy miejsc pracy w sektorze publicznym, wydłużenie tygodnia pracy
Polityka Zagraniczna	Przeciwna sankcjom wobec Rosji. Donald Trump jako dobry partner dla Francji	Zwolennik sankcji wobec Rosji, przeciwny reformom Trumpa dotyczącym imigrantów	Rosja jako naturalny sojusznik Francji, postrzega Trumpa jako "nie gorszego" niż pozostali amerykańscy prezydenci	Przeciwny sankcjom wobec Rosji, będzie oceniał Trumpa po jego czynach
Inne			Zniesienie systemu prezydenckiego, wyprowadzenie Francji z NATO, nacjonalizacja największych banków	

---

# Scenariusze: EURUSD

---

Pierwsza tura wyborów prezydenckich wyłoni dwóch kandydatów, którzy staną naprzeciwko siebie 7 maja. Jeśli wierzyć sondażom, które jak na wstępie zwracaliśmy uwagę, w 2016 roku dwukrotnie mocno zawiodły (ale nie pomyliły się w przypadku ostatnich wyborów parlamentarnych w Holandii), to w drugiej turze zmierzą się Marine Le Pen oraz Emmanuel Macron. Ten drugi jest zdecydowanym faworytem podczas bezpośredniego starcia kandydatów 7 maja. Ostatnie sondaże dają mu podobne jak kandydatce Frontu Narodowego, dwudziestokilkuprocentowe poparcie. Macron jako centrowy kandydat z doświadczeniem w socjalistycznym rządzie ma jednak większe szanse na przejęcie głosów innych kandydatów, zarówno będącego bardziej na lewo od Hamona, jaki bardziej na prawo Fillona. Normalnie można by również zakładać, że jako centrowy kandydat ma on zdecydowanie większe szanse niż Marine Le Pen na poparcie ze strony skrajnej lewicy, jednak obecnie zaciera się granica pomiędzy lewicą, a prawicą. Bardziej wyraźna dzieli tych proeuropejskich i antyunijnych kandydatów, a tutaj część poglądów Melenchona jest podobna do tych skrajnie prawicowych.

Na podstawie tego, że postulaty Marine Le Pen nie podobają się dużej części francuskiego społeczeństwa, a ona sama mocno atakowana jest przez pozostałych kandydatów, można spodziewać się, że w II turze z ok. 20% przewagą nad Le-Pen wygrałby Marcon. To powinno być ulgą dla rynków i oddziaływać w kierunku umocnienia euro. Spadłoby bowiem ryzyko demontażu strefy euro oraz Unii Europejskiej. Uwzględniając jednak dynamikę zmian sondaży w ostatnim czasie nie można lekceważyć innych scenariuszy, bowiem choć wydają się one mniej prawdopodobne, to jednak ich materializacja nie jest wykluczona. Poniżej na przykładzie najbardziej popularnych instrumentów z rynku walutowego, akcyjnego oraz surowcowego postaramy się przeanalizować możliwe konsekwencje wyników I tury wyborów.

## **1. Le Pen – Macron: aprecjacja euro**

Zakładając, że kandydatka Frontu Narodowego otrzymałaby nie więcej niż 30% głosów w pierwszej turze – wyższy wynik mógłby wzbudzić niepewność o losy głosowania 7 maja – wspólna waluta powinna zyskiwać, a para EURUSD podążać w kierunku marcowych szczytów w okolicach 1.09. W sytuacji porażki Marine Le Pen w drugiej turze nie można wykluczyć silniejszej aprecjacji euro. Jeśli jednak Macron wygrałby już zdecydowanie w I turze, mimo sondaży dających obydwójgu kandydatom dość wyrównane szanse, losy drugiej tury byłyby przesądzone a wspólna waluta zaczęłaby silniej zyskiwać już po kwietniowym plebiscycie.

## **2. Le Pen – Fillon: umiarkowana aprecjacja euro**

W tym przypadku kierunek zmian głównej pary walutowej powinien być podobny, niemniej jednak skala bardziej ograniczona. Ze względu na aferę dotyczącą fikcyjnego zatrudniania swojej żony Fillon ma zdecydowanie mniejsze szanse w starciu z Le Pen w drugiej turze. Stąd rynki finansowe mogą z umiarkowanym optymizmem podchodzić do takiego wyniku pierwszej tury wyborów, bowiem w tym przypadku szanse na pokonanie Le Pen są po prostu mniejsze. Jeśli wygrałby on z Marine Le Pen w drugiej turze, skala aprecjacji wspólnej waluty powinna być podobna jak w scenariuszu Le Pen – Macron.

## **3. Le Pen – Melenchon: silna deprecjacja euro**

W opinii rynków finansowych byłby to najgorszy możliwy rozwój wydarzeń, oddziałujący w kierunku silnej przeceny wspólnej waluty. Jeszcze do niedawna całkowicie niebrany pod uwagę, niemniej jednak ze względu na bardzo dobry występ w dwóch debatach prezydenckich, należy uwzględnić ryzyko takiego przebiegu wydarzeń. W końcu kampanii wyborczej sondaże zdecydowanie zaczęły poprawiać się na korzyść kandydata skrajnej lewicy. W tym scenariuszu II tura zdecydowanie straciłaby na znaczeniu, gdyż ze względu na jej wynik do władzy doszedłby skrajnie nastawiony antyeuropejski kandydat.

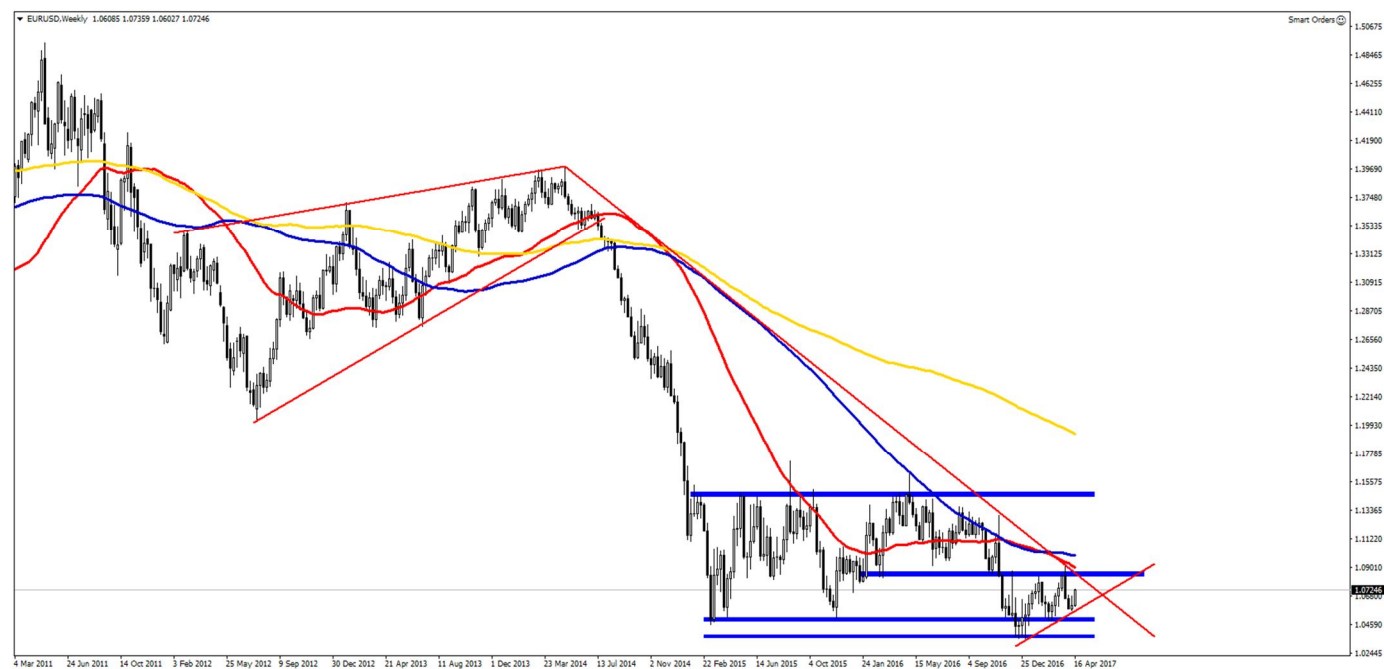
## Scenariusze: EURUSD

### 4. Macron – Fillon: silna aprecjacja euro

Z perspektywy wspólnej waluty najlepszy z możliwych rozwój wydarzeń. Znika zagrożenie związane z najbardziej skrajnymi kandydatami, a do drugiej tury przechodzą zwolennicy dalszej integracji europejskiej oraz konsolidacji fiskalnej. W tym przypadku II tura również miałaby mniejsze znaczenie, bowiem przeciwnicy euro wypadliby z wyścigu o fotel Prezydenta, silny wzrost wartości wspólnej waluty mogący przyczynić się do przebicia ostatnich szczytów na parze EURUSD w okolicach 1.09 najprawdopodobniej miałby już miejsce po pierwszej turze wyborów.

### 5. Macron – Melenchon: aprecjacja euro

Najmniej prawdopodobny spośród powyższych przedstawianych scenariuszy, możliwy jedynie w sytuacji gdyby Melenchon w ostatnim etapie kampanii dzięki dobrym występom w debatach prezydenckich przejął od Marine Le Pen skrajnie nastawionych wyborców, będących przeciwko Unii oraz imigracji. W pierwszej fazie po ogłoszeniu wyników pierwszej tury euro prawdopodobnie zyskałoby w związku z porażką kandydatki Frontu Narodowego, ale i kolejne dni powinny przynieść aprecjację wspólnej waluty, gdyż Melenchon nie powinien mieć większych szans w starciu w drugiej turze z centrowym Macronem.



EURUSD; interwał tygodniowy

Od początku 2015 roku kurs głównej pary walutowej porusza się w konsolidacji pomiędzy oporem przy 1.1460 i wsparciem w okolicy 1.05 (nie licząc krótkoterminowego wybiecia dołem). Korekta na rynku amerykańskiego dolara i poprawa sentymentu dla wspólnej waluty powodują, że przewaga strony popytowej zaczyna się zarysowywać coraz wyraźniej. Korzystny dla kupujących wynik wyborów powinien popchnąć notowania EURUSD wyżej, jednak prawdziwym testem dla siły tego impulsu będzie opór w rejonie 1.0860. Przy tym poziomie zlokalizowany jest poziom, który od stycznia 2016 skutecznie powstrzymywał spadki, a po jego przebicju stanowił skuteczną barierę dla impulsów wzrostowych. Dodatkowo, zbiega się tu długoterminowa linia trendu spadkowego oraz 50-tygodniowa średnia krocząca.

---

## Scenariusze: CAC40

---

Za obserwowaną w ostatnich dwunastu miesiącach siłą największych europejskich indeksów stoi kilka czynników. Przede wszystkim coraz lepsze środowisko makroekonomiczne sprawia, że spółki znów zaczynają zaskakiwać pozytywnymi wynikami, a ich prognozy sugerują dalszą poprawę. Przemawia za tym wzmocnienie gospodarczej koniunktury w strefie euro, które zachęciło rynek i niektórych bankierów z ECB do dyskusji na temat zmiany w ultra-luźnym podejściu do prowadzonej polityki monetarnej. Nie bez znaczenia pozostają tu też nadzieje na zapowiadany w kampanii prezydenckiej, szeroki pakiet stymulacyjny dla amerykańskiej gospodarki. W parze z poprawiającym się sentymentem idą rosnące ceny surowców, wpływające na lepsze wyniki spółek zajmujących się ich wydobyciem, wciąż dryfujące po niskich poziomach euro, wspierające eksporterów, a także postawa sektora finansowego, który coraz lepiej radzi sobie w środowisku niskich stóp procentowych. Obserwowany wzrost wskaźnika zysku przypadającego na jedną akcję oraz spadek miary cena/zysk wynikającej ze wzrostu mianownika, sprawiły że tradycyjne metody wyceny stały się kolejnym argumentem przemawiającym za kontynuacją rynku byka na europejskich giełdach.

### 1. Le Pen - Macron: pozytywna informacja dla rynku akcyjnego

Taki skład drugiej tury wyborów prezydenckich będzie dla rynku jasnym sygnałem, że zmiana na fotelu prezydenta Francji przybierze umiarkowany wymiar. Oczywiście reakcja rynku w dużej mierze zależy od skali poparcia dla kandydatki Frontu Narodowego. Istnieje szansa na to, że podobnie jak to miało miejsce w przypadku referendum w Wielkiej Brytanii i wyborów w USA, przeprowadzane sondaże internetowe niedoświadczają szans skrajnie radykalnej opcji. Przykład dynamicznego wzrostu liczby sympatyków Jean-Luc Melenchona, czy przypadek z wyborów w 2002 roku, kiedy to Jean-Marie Le Pen osiągnął wynik o 5% przewyższający wskazania sondaży i niespodziewanie dostał się do drugiej rundy pokazują, że jeszcze sporo może się wydarzyć. Niemniej jednak w przypadku pojedynku tego duetu, Le Pen miałyby do nadrobienia kilkanaście do kilkudziesięciu punktów procentowych różnicy, więc jej szanse w ewentualnej drugiej turze wydają się iluzoryczne. Spokojne o wynik drugiej tury wyborów rynki akcyjne mogłyby się skupić na sezonie wyników spółek za pierwszy kwartał 2017 roku, co powinno wspierać ruch CAC40 w stronę kolejnych tegorocznych maksimów.

### 2. Le Pen – Fillon: umiarkowanie pozytywna informacja dla rynku akcyjnego

W tym przypadku różnica sondaży oceniających szanse w drugiej turze jest mniejsza, więc reakcja rynku najprawdopodobniej będzie bardziej nerwowa. Reformy postulowane zarówno przez Macrona, jak i Fillona powinny wspierać francuską gospodarkę, więc perspektywa zwycięstwa jednego z nich powinna być przez inwestorów odbierana z podobną dozą optymizmu i skutkować zwiększonym apetytem na ryzykowne aktywa. W przypadku tego scenariusza rynki zapewne okażą się niezmiernie wrażliwe na napływające sondaże, gdyż kłopoty Fillona związane z podejrzeniem go o nepotyzm, mogą odcisnąć swoje piętno na ostatniej prostej kampanii wyborczej. Przy tym układzie, najsilniejszej reakcji rynku spodziewamy się już po wyborze Fillona na kolejnego prezydenta V Francuskiej Republiki.

### 3. Le Pen – Melenchon: wysoce negatywna informacja dla rynków akcyjnych

Scenariusz utożsamiany z koszmarem dla ryzykownych aktywów, w tym dla giełd. Każdy z tych kandydatów reprezentuje radykalną opcję, która rodzi systemowe ryzyko dla całego projektu europejskiej wspólnoty, a możliwa skala wyprzedaży na rynkach zdaje się wykraczać poza tradycyjne modele wyceny. W tym układzie lepsza w oczach rynków może okazać się kandydatura Le Pen. Proponowane przez nią zmiany celujące w gospodarczy protekcyjizm oraz postulowana reforma podatków wydają się przystępniejsze dla francuskich przedsiębiorców, niż skrajnie lewicowy program Melenchona. Ze względu na istniejące mechanizmy kontroli władzy i niewystarczające do samodzielnego rządzenia poparcie dla Frontu Narodowego w wyborach parlamentarnych, nie wykluczamy, że w przypadku zwycięstwa Le Pen, po pierwszej fali wyprzedaży ryzykownych aktywów, giełdy mogłyby zacząć odrabiać straty. Przemawiałaby za tym chociażby głęboka deprecjacja wspólnej waluty, która pozytywnie wpłynęłaby na konkurencyjność eksporterów. O znaczeniu sytuacji na rynku walutowym dla zachowania CAC40 świadczy jego ujemna korelacja z EURUSD, która w ostatnich tygodniach oscylowała w okolicy poziomu 0.9.

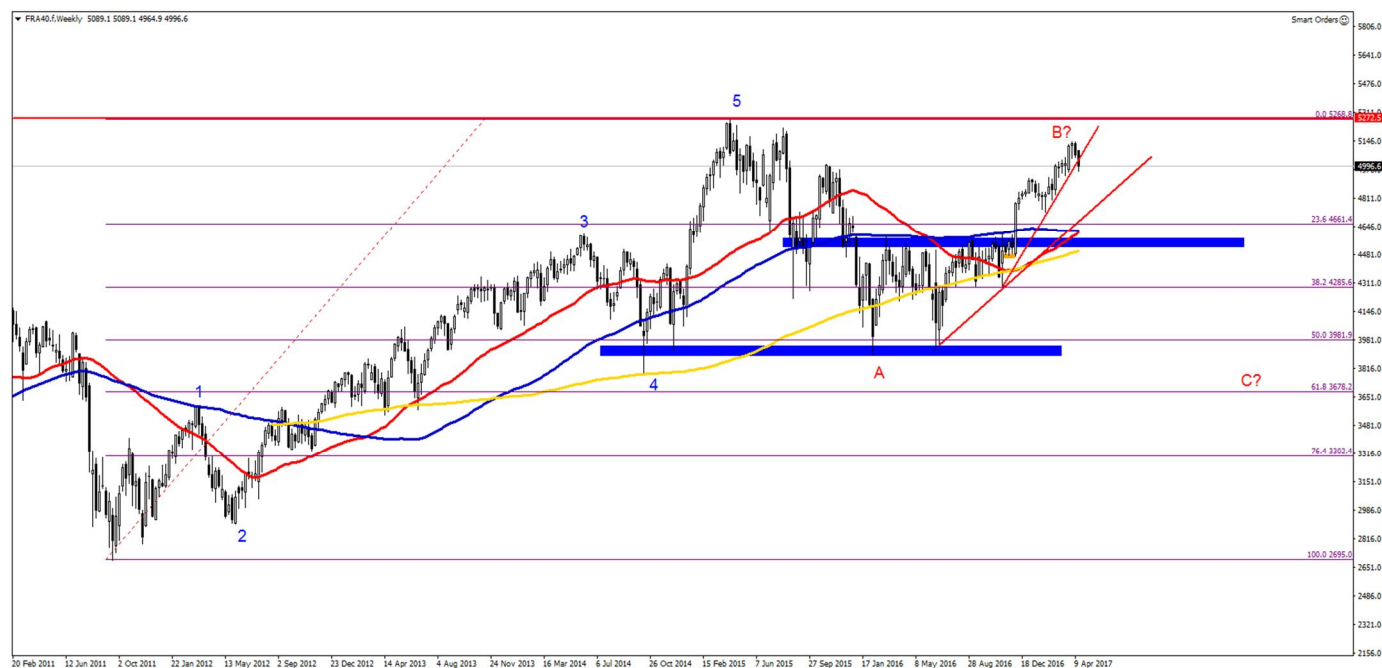
# Scenariusze: CAC40

## 4. Macron – Fillon: wysoce pozytywna informacja dla rynku akcyjnego

Patrząc na ostatnich pięć wyścigów o Pałac Elizejski, można wysnuć dość jasny wniosek, że CAC 40 chłodno przyjmował wynik pierwszej tury wyborów (czterokrotnie spadał dzień po pierwszej turze), odrabiał straty w okresie pomiędzy turami i zyskiwał dzień po drugiej, już po tym kiedy poznawaliśmy nowego prezydenta. Przy tym składzie drugiej tury wyborów, ten schemat powinien zostać złamany, perspektywy dla najbliższej przyszłości Unii Europejskiej uległyby poprawie, a prawdopodobieństwo dotarcia CAC40 w okolice historycznego szczytu przy 5270 znacząco by wzrosło.

## 5. Macron – Melenchon: pozytywna informacja dla rynku akcyjnego

Scenariusz wiąże się z podobnymi konsekwencjami jak pojedynek Macrona z Marine Le Pen. Dużą rolę odegrają tu sondaże przed drugą turą wyborów. Jeżeli przewaga Macrona będzie stabilna, to rynki jeszcze przed ogłoszeniem wyników mogą zacząć dyskontować zwycięstwo proeuropejskiego scenariusza.



FRA40.f; interwał tygodniowy

W połowie 2011 roku indeks CAC 40 rozpoczął wieloletnią sekwencję wzrostową, która przybrała formę pięciofalowego ruchu wzrostowego. Po osiągnięciu, historycznego maksimum w kwietniu 2015 roku, rynek wszedł w fazę korekty. Pokonanie zniesienia 50% całego ruchu wzrostowego oraz utworzeniu poniżej poziomu 4000 punktów formacji podwójnego dna, kurs indeksu francuskich blue chipów sukcesywnie zmierzał na północ. Wzrosty nabrały tempa po wybiciu istotnego oporu zlokalizowanego przy 4600 pkt. Obecny układ sił na wykresie sugeruje wyczerpanie tego ruchu, w konsekwencji czego rynek przebił przyspieszoną linię trendu spadkowego poprowadzoną po dołkach od listopada 2016 roku. Niekorzystny dla ryzykownych aktywów wynik wyborów, może doprowadzić do realizacji scenariusza, w którym właśnie rozpoczynająca się fala C (klasycznej korekty ABC), miałyby potencjał do zejścia w okolice zniesienia 61.8% (przy założeniu modelowego zasięgu A=C). W innym przypadku, wzrosną szanse na atak historycznego szczytu i uzasadnienie zyska podejście zakładające, że korekta zakończyła się w lutym 2016 i obecnie obserwujemy budowę nowego pięciofalowego impulsu wzrostowego.

---

## Scenariusze: złoto

---

Reakcja cen złota w odpowiedzi na wydarzenia związane z francuskimi wyborami może okazać się trudna do przewidzenia. Wartość tego kruszcu jest bowiem w tym przypadku uzależniona od wielu czynników, kluczowe może być nastawienie inwestorów do ryzyka i chęć ulokowania kapitału w bezpiecznym aktywie, za jakie uważane jest złoto. Tu również globalna geopolityka odgrywa obecnie dużą rolę. Często zaznacza się jednak, że korelacja cen złota i europejskiej polityki jest niewielka i bardziej istotne mogą okazać się w tym przypadku napięcia w innych częściach świata. Na podstawie wymienionych scenariuszy można jednak próbować określić kierunek, w który podążać będą ceny tego kruszcu.

### **1. Le Pen – Macron: złoto pod umiarkowaną presją**

Taki skład w drugiej turze francuskich wyborów prezydenckich wydaje się według sondaży najbardziej prawdopodobny. Sugerują one, że w tym pojedynku ostateczne zwycięstwo odniósłby Emmanuel Macron, warto jednak pamiętać, że sporo zależy od rozkładu głosów wyborców, którzy wcześniej poparli pozostałych kandydatów. Macron w chwili obecnej wydaje się być faworytem rynków finansowych, dzięki zapowiedziom sugerującym jego elastyczność i wolę współpracy ze wszystkimi partnerami. Jest to również kandydat przeciwny poglądowo i programowo do Marine Le Pen i jego wygrana nie przyniosłaby prawdopodobnie żadnych istotnych zmian w polityce wewnętrznej i zagranicznej Francji. Taki scenariusz uspokoiłby w najbliższym czasie uczestników rynku, którzy chętniej spoglądaliby w kierunku bardziej ryzykownych inwestycji, wycofując swoje zaangażowanie w złoto.

### **2. Le Pen – Fillon: złoto pod umiarkowaną presją**

Szanse Francois Fillona znacznie spadły po tym, jak na jaw wyszły plotki dotyczące sprzeniewierzenia funduszy publicznych i fałszowanie dokumentów, którego miał się dopuścić. Jego zwycięstwo byłoby jednak prawdopodobnie pozytywnie odebrane przez rynki, co przekładałoby się na spadek niepewności ciągnący w dół ceny złota, jednak wcześniej sytuacja mogłaby wyglądać odwrotnie, gdyż uczestnicy rynku musieliby na nowo wycenić sytuację, w której Macron nie przechodzi do drugiej rundy. Program gospodarczy przedstawiany przez Fillona wspierałby oczekiwania odnośnie wzrostu francuskiej gospodarki. Chce on między innymi ograniczyć wydatki publiczne, również poprzez redukcję aparatu państwowego, wydłużyć 35-godzinny tydzień pracy i podnieść wiek emerytalny. Fillon jest bardziej umiarkowany od Macrona, jeżeli chodzi o otwartość na integrację Unii Europejskiej i przyjmowanie imigrantów.

### **3. Le Pen – Melenchon: najgorszy scenariusz dla rynków, przełożyłby się na silny wzrost notowań złota**

Zarówno Le Pen, jak i Melenchon mogą wpłynąć na pogorszenie relacji wewnątrz Unii Europejskiej. Chociaż Melenchon jest przedstawicielem skrajnej lewicy, zmiany w sondażach sugerują, że poparcia może szukać w tej samej grupie wyborców co Marine Le Pen. Dodatkowo w przypadku tego drugiego zwiększałyby się obawy związane z budżetem Francji w związku z planami wydatków na środowisko i zapowiadany obniżeniem wieku emerytalnego. W tym scenariuszu II tura zdecydowanie straciłaby już na znaczeniu, gdyż bez względu na jej wynik przyszłość strefy euro oraz całej wspólnoty stałaby się w jeszcze większym stopniu niepewna.

### **4. Macron – Fillon: złoto pod dużą presją**

Odrzucenie Marine Le Pen, a także Jean-Luca Melenchona już w pierwszej turze powinno przełożyć się na pewną „ulgę” wśród uczestników rynku, a co za tym idzie na spore spadki notowań złota. Wydaje się także, że w dłuższym terminie spowoduje to zniwelowanie obaw odnośnie sytuacji politycznej we Francji. Skala spadku awersji do ryzyka byłaby w tym przypadku spora.



## Scenariusze: złoto

### 5. Macron – Melenchon: złoto pod umiarkowaną presją

Taki rozwój wydarzeń byłby początkowo pozytywny, gdyż oznaczałoby to odrzucenie Marine Le Pen, a to jej prezydentury najbardziej niepewni są uczestnicy rynku. Później wszystko zależałoby od tego, na ile Melenchon będzie w stanie zaabsorbować poparcie w drugiej turze ze strony najbardziej skrajnie nastawionych wyborców, którzy w pierwszej turze oddaliby głos na Le Pen. Jeżeli jego poparcie zbliży się do poparcia Macrona, co jest mało prawdopodobnym scenariuszem, możemy mieć do czynienia z ponownym odbudowaniem niepokoju i wzrostami cen złota.



GOLD.f; interwał tygodniowy

Ceny złota znajdują się obecnie przy linii trendu wyznaczonej od szczytu z września 2011 roku. Materializacja bardziej ryzykownych scenariuszy, takich jak zwycięstwo Le Pen, czy Melenchona, wspierałaby kupujących, co mogłoby doprowadzić do wybicia górą. To otworzyłoby przestrzeń do wzrostów w kierunku szczytów z lipca na poziomie 1374 USD. Z kolei uspokojenie nastrojów wsparte przez opór w postaci linii trendu pozwoliłoby na zejście do 50-tygodniowej średniej kroczącej przy 1259 USD.

---

## Wnioski

---

Jeszcze kilka tygodni temu bazowy scenariusz zakładał, że do drugiej tury wejdzie Marine Le Pen, która ma iluzoryczne szanse na pokonanie czy to Macrona, czy też Fillona w wyścigu o Pałac Elizejski. W ten krajobraz dość dobrze wpisały się wyniki wyborów w Holandii, gdzie opcja proeuropejska pokonała populistyczny ruch Geerta Wildersa. Kolejne debaty prezydenckie przyniosły jednak zdecydowany wzrost poparcia dla Jean Luca Melenchona, który również posiada skrajnie sceptyczne podejście do instytucji Unii Europejskiej. Indeks VStoxx mierzący spread pomiędzy opcjami kupna i sprzedaży na paneuropejski index Euro Stoxx 50 urósł już o 39%, osiągając najwyższy od czterech miesięcy poziom względem swojego amerykańskiego odpowiednika VIX, powszechnie nazywanego indeksem strachu. Jest to odpowiedzią na ostatnie wyniki sondaży, które wszystkim czterem kandydatom dają zbliżone szanse na dostanie się do drugiej tury wyborów, co zmusza wielu inwestorów do przededefiniowania swoich strategii i zabezpieczenia się przed nieoczekiwanym ryzykiem.

Zwycięstwo Marine Le Pen na ostatniej prostej przed wyborami jest relatywnie mało prawdopodobne. Nie oznacza jednak, że nawet w przypadku materializacji czarnego scenariusza Francja od razu porzuci euro, czy wyjdzie z Unii Europejskiej. Do tego potrzebne jest jeszcze uzyskanie wystarczającej liczby miejsc w wyborach do izby niższej parlamentu zaplanowanych na 11 i 18 czerwca. Bez tego trudno będzie o rozpisanie referendum. Obecnie spośród 577 miejsc Front Narodowy posiada zaledwie 2 miejsca w Zgromadzeniu Narodowym. Dodatkowo dochodzi kwestia samego wyniku referendum, który w tym momencie jest wysoce niepewny, a francuskie społeczeństwo podzielone jest mniej więcej po równo, jeśli chodzi o zwolenników oraz przeciwników euro. Uwzględniając wszystkie powyższe elementy, szanse na materializację najgorszego scenariusza i Frexit sięgają co najwyżej kilku procent. Jednakże, konsekwencje opuszczenia Unii przez Francję byłyby zdecydowanie większe niż w przypadku Wielkiej Brytanii, bowiem ta od zawsze stała nieco w opozycji do dalszej integracji, a Francja zawsze znajdowała się w jej centrum i była jednym z głównych filarów Unii.

Nawet jednak gdyby Marine Le Pen wygrała wybory, ale nie udałoby się doprowadzić do wyjścia Francji ze strefy euro i Unii Europejskiej i tak stanowiłaby spore zagrożenie dla Unii, bowiem jej wygrana byłaby wodą na młyn podobnie populistycznie nastawionych ugrupowań w trzeciej największej gospodarce strefy euro, jaką są Włochy. Choć eurosceptyczny Ruch 5 Gwiazd Beppe Grillo opowiada się za pozostaniem w ramach wspólnoty, to jednak jej wygrana w wyborach parlamentarnych i proponowany przez jej lidera duży wzrost wydatków mogłyby pogrozić włoską gospodarkę, sprowadzając spore problemy na wszystkie kraje południa Europy.

Choć jeśli chodzi o sytuację polityczną we Włoszech taki rozwój wydarzeń jest w dalszym ciągu możliwy, to jednak w przypadku Francji dojście populistów do władzy zdecydowanie nie jest scenariuszem bazowym. Bardziej prawdopodobna jest wygrana centrowego kandydata o umiarkowane liberalne poglądy z doświadczeniami w socjalistycznym rządzie. Materializacja tego scenariusza powinna oddziaływać w kierunku umocnienia notowań wspólnej waluty oraz spadku awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych. To sprzyjałoby wzrostom cen akcji oraz osłabieniu złota postrzeganego jako jedną z najbezpieczniejszych przystani.

---

## Uwaga

---

Niniejsza publikacja przygotowywana przez Dom Maklerski mBanku jest publikacją upowszechnianą w celu promocji i reklamy usług maklerskich świadczonych mBank S.A. z siedzibą w Warszawie (00-950) przy ul. Senatorskiej 18 prowadzącą działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku i została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.). Informacje zawarte w wyżej wymienionej publikacji nie stanowią doradztwa inwestycyjnego, nie stanowią porady inwestycyjnej, nie stanowią oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowią podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania. Informacje zawarte w niniejszej publikacji oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które Dom Maklerski mBanku, działając w dobrej wierze, uważa za wiarygodne. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności ani trafności tych informacji.

mBank S.A., jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia. Opinie wyrażone w niniejszej publikacji nie pozostają w jakiegokolwiek zależności od rekomendacji przygotowywanych przez Dom Maklerski mBanku. Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakakolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne. Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszej publikacji bez pisemnej zgody mBanku S.A.