

Faites vos jeux

In de afgelopen weken is de onrust op de Europese beurzen toegenomen. De onzekerheden rondom de presidentsverkiezingen van aanstaande zondag in Frankrijk waren aanleiding voor beleggers om wat winst nemen. Na een sterk eerste kwartaal leverden ook de portefeuilles van Valuedge iets van de jaarwinst in. Wij zien de Franse verkiezingen met vertrouwen tegemoet. De kans op een slechte uitkomst voor financiële markten is in onze ogen klein. Daarom hebben wij, na aanpassingen in het eerste kwartaal, de portefeuilles niet gewijzigd. Wij volgen de ontwikkelingen op de voet omdat de uitslag van de eerste verkiezingsronde ons aanleiding kan geven om onze strategie aan te passen.

Inleiding

Aanstaande zondag vinden de Franse presidentsverkiezingen plaats. Als er geen kandidaat is die meer dan 50% van de stemmen wint, volgt er een tweede ronde op zondag 7 mei tussen de twee kandidaten met de meeste stemmen. In de geschiedenis van Frankrijk is er nog nooit een overwinning behaald in de eerste ronde. Het bijzondere aan de komende verkiezingen is dat er vier van de elf kandidaten dicht bij elkaar staan in de peilingen om in de tweede ronde te komen. Zo dicht, dat de uitkomst van deze verkiezingen in Frankrijk de meest onvoorspelbare zijn van de laatste decennia. De anti-Europese en protectionistische houding van twee van de vier kandidaten zorgt ervoor dat de uitslag van zondag a.s. een sterk effect kan hebben op de financiële markten. Deze verkiezingen lijken een beetje op Frans roulette. Hoewel de uitkomst moeilijk te voorspellen is, kan een kansberekening met mogelijke scenario's houvast bieden.

In deze mailing schetsen we de achtergrond van deze verkiezing en beschrijven wij de laatste stand van zaken rondom de kandidaten. Aan de hand van mogelijke uitkomsten van de twee winnaars in de eerste ronde laten wij zien welk effect dit in onze ogen heeft op de beurzen. Wij vertalen deze scenario's uiteindelijk naar de positionering van de portefeuilles en hoe het ons beleid beïnvloedt.

Het Franse systeem

Het Franse parlement bestaat uit een 'Assemblée Nationale', in Nederland de Tweede kamer, en een 'Sénat', in Nederland vergelijkbaar met de Eerste kamer. Na de presidentsverkiezingen vinden de verkiezingen voor de Assemblée op 11 en 18 juni plaats en voor de Sénat in september. Historisch gezien wint de nieuwe president ook een meerderheid in de Assemblée. De nieuwe president moet een premier benoemen die de raad van ministers aanvoert en die wordt gesteund door een meerderheid in het parlement. De premier hoeft niet van dezelfde politieke partij als de president te zijn. Het Franse systeem betekent dat een nieuwe president geen 'carte blanche' heeft om nieuwe

wetgeving door het parlement te drukken. Aangezien drie van de vier leidende presidentskandidaten niet tot gevestigde partijen behoren, is de kans dit keer klein dat de nieuwe premier van dezelfde politieke signatuur is als de nieuw verkozen president.

De kandidaten

Al sinds de stichting van de 5^e republiek in 1958 wordt de macht in Frankrijk afgewisseld tussen de Socialisten en de Republikeinen. De huidige Socialistische president Hollande, die de Republikein Sarkozy opvolgde in 2012, heeft een moeilijke regeerperiode achter de rug waarin stagnatie van de economie en terroristische aanslagen dominante thema's waren. François Hollande besloot al in een vroeg stadium niet mee te doen aan deze verkiezingen. Zijn lage populariteit maakte hem - en zijn Socialistische partij - al bij voorbaat kansloos. De huidige kandidaat van de Socialisten, Benoit Hamon, speelt dan ook volgens de peilingen geen rol van betekenis. Dit leek de weg te openen voor een nieuwe regeerperiode van de Republikeinse partij waar voormalig premier François Fillon met een verpletterende meerderheid werd gekozen tot presidentskandidaat van deze partij.

In vroege peilingen bereikte Fillon een riante nummer 1 positie en de Republikeinse partij leek af te stevenen op een zekere winst. Fillon raakte echter verwickeld in schandalen rondom betalingen voor 'werk' aan zijn vrouw en kinderen. Hierdoor kelderde hij in de peilingen naar een derde plaats. Zijn problemen hielpen twee kandidaten steviger in het zadel: voormalig Socialist Emmanuel Macron, de leider van een nieuw opgerichte liberale partij 'En Marche!', en Marine Le Pen van het populistische Front National. Zij leidden de peilingen de laatste maanden maar verliezen recent wel terrein. Gedurende de afgelopen weken lijkt Fillon stemmen terug te winnen en heeft een vierde kandidaat, de extreem-linkse Jean-Luc Mélenchon, zich bij de kopgroep gevoegd door vooral te appelleren aan de groep ontevreden, en door de politiek vergeten, Franse kiezers. In onderstaand figuur staat de laatste stand van het gemiddelde van de grootste peilingen in Frankrijk.



Figuur 1: Laatste stand van de peilingen (bron : Bloomberg)

Duidelijk is dat de kaarten nog niet zijn geschud en dat er nog van alles mogelijk is. Hoewel peilingen in Frankrijk in het verleden zeer accuraat bleken, bedraagt de ‘normale’ foutmarge van deze peilingen zo’n 2.5%. Gegeven hoe dicht bij elkaar de kandidaten staan, betekent dit dat alle vier kans hebben om de tweede ronde te bereiken.

De belangrijkste tegenstelling tussen de kandidaten is hun houding tegenover de buitenwereld. Centrist Macron en Republikein Fillon zijn pro-Europees en naar buiten gericht terwijl Le Pen en Mélenchon meer een ‘Frankrijk eerst’ politiek nastreven. Zo wil de anti-immigratie Le Pen Frankrijk uit de Euro halen en wil de ‘communist’ Mélenchon de afspraken met de EU heronderhandelen. In feite kiest Frankrijk met Macron en Fillon dus voor een koers die meer gericht is op vrijhandel en met Le Pen en Mélenchon voor protectionisme en een grotere Franse staat. Het is daarom niet moeilijk te verklaren dat de financiële markten het liefst een overwinning van Macron of Fillon zien. Een overwinning van Le Pen of Mélenchon brengt grote politieke onrust en kan zelfs een bedreiging vormen voor de toekomst van de EU.

Impact van de eerste ronde

Wij zien de onzekerheid van de verkiezingsuitslag vooral tot uiting komen in de eerste ronde. Het slechtst denkbare scenario voor financiële markten is als Le Pen en Mélenchon beiden doorgaan naar de tweede ronde. Wij achten deze kans niet erg groot, ongeveer 10-15% op basis van onze analyse van peilingen en wedkantoren. Ondanks dat deze kandidaten extreem links en extreem rechts vertegenwoordigen, lijken zij door hun nationalistische standpunten toch naar de gunsten van dezelfde kiezers te dingen. De recente opkomst van Mélenchon kan in onze ogen niet los gezien worden van de terugval van Le Pen. Als het Le Pen-Mélenchon scenario toch werkelijkheid wordt, zou dat volgens ons leiden tot een scherpe daling van Europese aandelen en de staatsobligaties van Frankrijk, Italië en Spanje. In onderstaande tabel hebben we de verschillende mogelijke uitkomsten van de eerste ronde verwerkt. Hierbij tonen we met plussen en minnen de door ons ingeschatte impact op de markten en de kans in procenten op deze uitkomst (tussen haakjes). De kans is, zoals vermeld, door ons gebaseerd op een combinatie van peilingen en wedkantoren.

Tabel 1: Impact en kansen van combinaties na de eerste ronde

	Macron	Le Pen	Fillon	Mélenchon
Macron	<u>n.v.t</u>	+ (45%)	++ (20%)	0 (7%)
Le Pen	+ (45%)	<u>n.v.t</u>	+ (18%)	--- (12.5%)
Fillon	++ (20%)	+ (18%)	<u>n.v.t.</u>	+ (5%)
Mélenchon	0 (7%)	--- (12.5%)	+ (5%)	<u>n.v.t.</u>

De tabel laat zien dat de combinatie van Macron-Fillon het meest positief (++) is voor financiële markten en dat deze uitslag volgens onze analyse een 20% kans heeft. Het scenario dat al een tijdje het meest waarschijnlijk wordt geacht, is de combinatie Macron-Le Pen (45%). Dit zou volgens ons

ook leiden tot een positieve (+) reactie op de financiële markten. In alle peilingen zou Le Pen namelijk een tweede ronde tegen de drie andere kandidaten verliezen. Er is vanwege de plannen en geschiedenis van het Front National veel weerstand tegen Marine Le Pen. In het verleden heeft dat geleid tot een 'front Républicain', een alliantie van de gematigde linkse- en rechtse partijen om het Front National buiten de macht te houden. Het is daarom onwaarschijnlijk dat zij een run-off met Macron of Fillon kan winnen. Een tweede ronde van Le Pen met Mélenchon is echter minder voorspelbaar maar dat is een combinatie die in onze ogen sowieso leidt tot een zeer negatieve (---) uitkomst voor de financiële markten.

Tenslotte

Zoals we eerder hebben gesteld zien we rond verkiezingen vaak een hogere (emotionele) volatiliteit. De koersbewegingen van de afgelopen weken passen in dit beeld. We zien, door de kleine kans op een negatief scenario, de Franse verkiezingen met vertrouwen tegemoet. Bijna alle scenario's leiden tot een voortzetting van het beeld dat tot nu toe domineert in 2017: aantrekkende economische groei en afnemend politiek risico in Europa. Aangezien het sentiment nog verre van euforisch is, willen we niet te vroeg op de rem trappen. Dit jaar heeft in onze ogen alle ingrediënten om 'het jaar van Europa' te worden en daar liggen juist de grootste accenten in de portefeuilles.

In het casino roept de croupier bij het Franse roulette 'Faites vos jeux' als de spelers aan tafel moeten inzetten. Net als in het casino loont het bij beleggen om gedisciplineerd vast te houden aan een vooraf uitgedacht plan. Wij wachten deze eerste ronde af om te kijken of de uitslag aanleiding is om onze strategie aan te passen.

info@valuedge.nl Planetenweg5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634