

---

**11 KWIETNIA 2017**  
RAPORT ANALITYCZNY DM BOŚ S.A.

---

# BOSSA **FX**

## **RAPORT SPECJALNY**

### **FRANCJA WYBIERA PREZYDENTA – RYNKI FINANSOWE WSTRZYMUJĄ ODDECH?**



## FRANCJA WYBIERA PREZYDENTA – RYNKI FINANSOWE WSTRZYMUJĄ ODDECH?



Ryzyko polityczne przez dłuższy czas było w gospodarkach rozwiniętych pomijane. Powszechnie uważano, że ma ono większe znaczenie na rynkach rozwijających się, gdzie wpływ decyzji politycznych na procesy gospodarcze bywa większy. W ubiegłym roku ta teza została mocno zweryfikowana – najpierw mieliśmy Brexit, a później wygraną Donalda Trumpa. Zawiodły sondażownie, które do końca preferowały zupełnie inny scenariusz, co doprowadziło do gwałtownych zmian na rynkach. W tym roku inwestorzy stali się bardziej ostrożni – temat politycznych wyborów w Europie przewijał się już od kilku miesięcy – chociaż wyniki ostatnich, marcowych wyborów parlamentarnych w Holandii, gdzie eurosceptyczna i populistyczna Partia Wolności zdobyła drugie miejsce i wypadła gorzej w sondażach, nieco stonował nastroje.

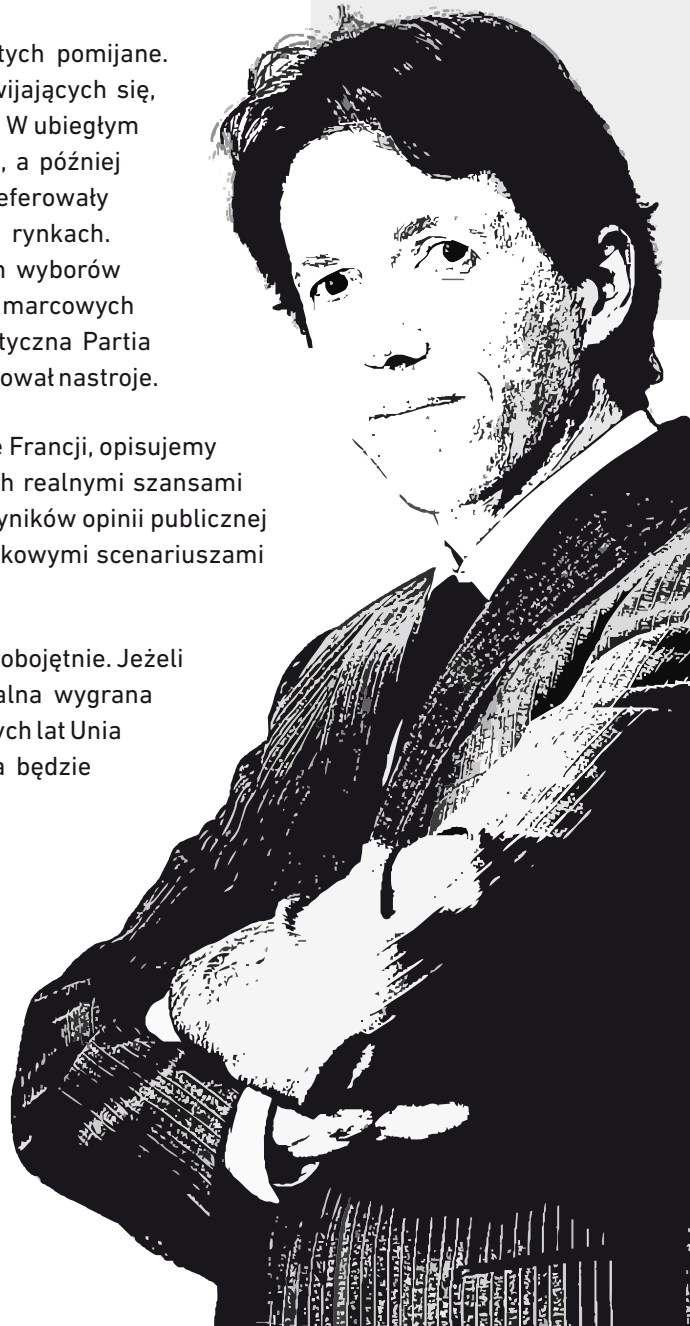
W poniższym raporcie przedstawiamy, jak wygląda system polityczny we Francji, opisujemy sylwetki pięciu głównych kandydatów, a także zastanawiamy się nad ich realnymi szansami w wyścigu prezydenckim. Piszemy o alternatywnym sposobie badania wyników opinii publicznej (Filsteris), aby w końcu szczegółowo zastanowić się nad możliwymi rynkowymi scenariuszami w odpowiedzi na różne polityczne warianty.

Mamy świadomość, że zbliżające się wybory we Francji nie mogą przejść obojętnie. Jeżeli dla Unii Europejskiej Brexit stał się „zimnym przysnkiem”, to ewentualna wygrana Marine Le Pen może być wskoczeniem do zimnej studni. W ciągu najbliższych lat Unia będzie budować się na nowo, a głos nowego francuskiego prezydenta będzie w tym procesie znaczący.

Zapraszam Państwa do lektury,

**Marek Rogalski**

Główny analityk walutowy Domu Maklerskiego BOŚ S.A.



**DOM MAKLESKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.



STANDARD DLA WYMAGAJĄCYCH

## SPIS TREŚCI



### I. KLUCZOWE FAKTY:

04

### II. USTRÓJ POLITYCZNY WE FRANCJI

05

### III. CHARAKTERYSTYKA GŁÓWNYCH KANDYDATÓW

07

### IV. SONDAŻE I SCENARIUSZE WYBORCZE

10

### V. REAKCJE I SCENARIUSZE RYNKOWE

12





## I. KLUCZOWE FAKTY:

### 23. IV – pierwsza tura wyborów prezydenckich (system bezpośredni)

Oficjalnie mamy zarejestrowanych 11 kandydatów, w grze liczy się tylko piątka: Marine Le Pen (Front Narodowy), Emmanuel Macron (niezależny, En Marche!) Francois Fillon (Republikanie), Jean-Luc Melenchon (Francja Niepokorna), oraz Benoit Hamon (Partia Socjalistyczna). Większość sondaży preferuje scenariusz drugiej tury z udziałem Le Pen i Macrona, ale możliwe są niespodzianki (niedoszacowanie Francois Fillona – badania w systemie on-line Filteris, czy też ruchy na lewicy)

### 7.V – druga tura wyborów prezydenckich (dogrywka)

W żadnym z opublikowanych do tej pory sondaży Le Pen nie dostała powyżej 50 proc., ale już w zestawieniu z Fillonem uzyskała 47 proc. Na korzyść szefowej FN może działać możliwa rekordowo niska frekwencja, oraz niezdecydowanie wyborców.

### 11. VI – pierwsza tura wyborów do Zgromadzenia Narodowego

(do obsadzenia jest 577 miejsc w systemie okręgów jednomandatowych)

### 18. VI – druga tura wyborów do Zgromadzenia Narodowego (dogrywka)

Te wyniki pozwolą ocenić, czy będziemy mieć model supremacji (prezydent, rząd i parlament z jednego obozu politycznego), czy też koabitacji. Tutaj najbardziej korzystna byłaby wygrana Fillona, ale „elastyczność” Macrona może mieć duże znaczenie.

## FREXIT

Prezydent Francji nie może podjąć samodzielnej decyzji o wyjściu ze strefy Schengen, opuszczeniu Eurostrefy, czy też rezygnacji z członkostwa kraju w Unii Europejskiej. Tak ważne sprawy muszą być skonsultowane ze społeczeństwem w drodze referendum, o które może wystąpić rząd, lub parlament. Tymczasem większość Francuzów nie chce radykalnych zmian. Bardziej dyskusyjna jest tylko kwestia związana z polityką migracyjną, choć tu istnieje szereg mniej i bardziej kontrowersyjnych rozwiązań.

## EUR/JPY

To może być najbardziej popularna para walutowa, gdyż ewentualne obawy związane z wynikiem wyborów we Francji mogą ciążyć na oczekiwaniach związanych z podwyżką stóp procentowych przez FED w czerwcu. Tymczasem jen zwyczajowo już zyskuje w sytuacjach wzrostu globalnego ryzyka.



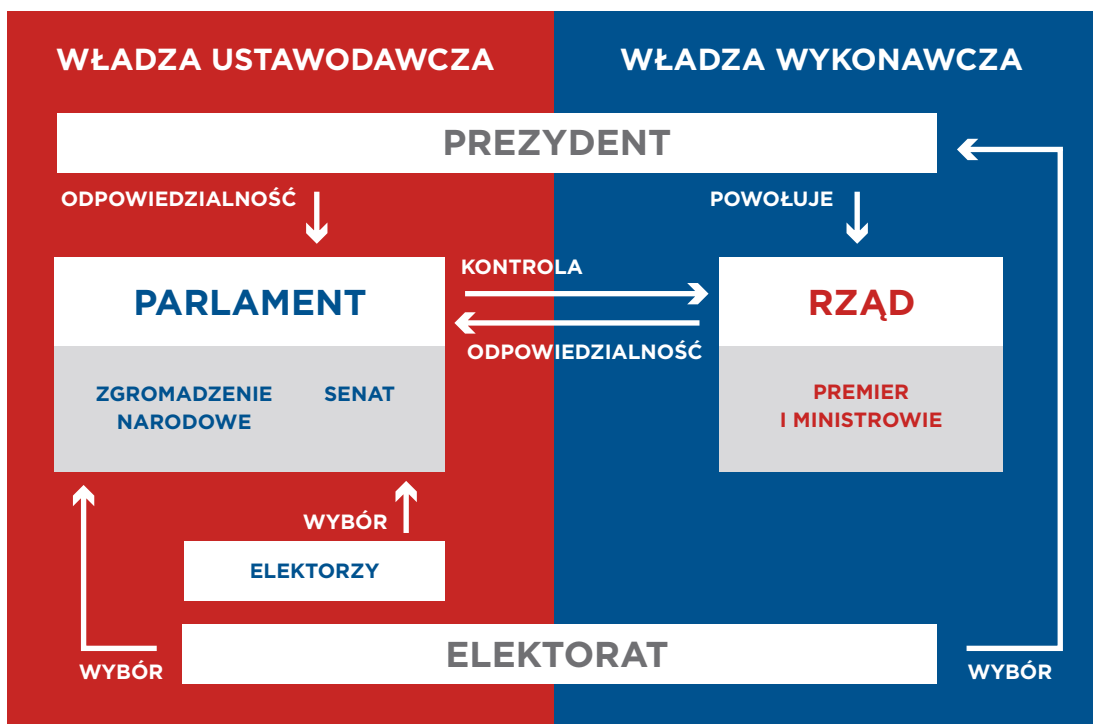
## II. USTRÓJ POLITYCZNY WE FRANCJI

**We Francji mamy system semiprezydencki, co oznacza, że prezydent ma spore uprawnienia, jeżeli chodzi o władzę wykonawczą.** W wielu sprawach pełni rolę arbitra, chociaż przy podejmowaniu decyzji nieraz potrzebna jest kontrasygnata premiera, czy też zgoda Zgromadzenia Narodowego (niższej izby parlamentu wybieranej w wyborach bezpośrednich – w tym roku odbędą się one 11 i 18 czerwca). Prezydent powołuje desygnuje kandydata na premiera, który musi uzyskać akceptację Zgromadzenia Narodowego (co w praktyce oznacza, że wywodzi się on z jednego ze zwycięskich bloków – prawicowego, lub sojuszu lewicy).

**To za zgodą premiera i na jego wniosek** może powoływać, lub odwoływać poszczególnych ministrów, to prezydent przewodniczy Radzie Ministrów i ma prawo do podpisywania ordonansów i dekretów z mocą ustawy, które zostały uchwalone na jej posiedzeniach. Posiada jednak możliwość tzw. weta ustawodawczego, które polega na zwróceniu się do parlamentu z prośbą o ponowne rozpatrzenie ustawy. Ma możliwość rozwiązania Zgromadzenia Narodowego, ale jednak nie wcześniej, niż po upływie roku od wyborów). Prezydent reprezentuje państwo w stosunkach międzynarodowych, a także negocjuje i ratyfikuje traktaty międzynarodowe. Niemniej na wniosek premiera, czy też obu izb parlamentu jest zmuszony do odwoływania się do społeczeństwa w drodze referendum, jeżeli sprawy są kluczowe (kwestie dotyczące władz publicznych, polityki ekonomiczno-społecznej, oraz traktatów międzynarodowych).

Jednak francuska konstytucja zawiera w sobie dość ciekawy zapis (Art. 16), który mówi o tzw. uprawnieniach nadzwyczajnych prezydenta na wypadek głębokiego kryzysu państwowego. Nie precyzuje jednak, co dokładnie to oznacza, dając prezydentowi możliwość subiektywnej oceny. Tymczasem kontrola nad wykorzystaniem przez prezydenta uprawnień specjalnych (ma on wtedy całość władzy ustawodawczej i wykonawczej, chociaż nie może dokonać zmian w konstytucji, czy też rozwiązać Zgromadzenia Narodowego) jest w takiej sytuacji dość ograniczona. Według zapisów prawa prezydent powinien w takiej sytuacji konsultować swoje prawne posunięcia z tzw. Radą Konstytucyjną, chociaż na jej skład ma wcześniej pośredni wpływ (nominuje trzech z 9 sędziów na 9-letnią kadencję, w tym jej przewodniczącego).

*Praktyka przeprowadzania referendum w kluczowych sprawach może ograniczać ryzyko nieprzewidzianych ruchów w polityce międzynarodowej.*



Rys. Struktura najwyższych organów państwowych we Francji, źródło: Wikipedia





**Rola premiera zależy w dużej mierze od tego, czy mamy model supremacji** (prezydent wywodzi się z tego samego obozu politycznego, który ma dominację w parlamencie), czy też **koabitacji** (wtedy jest sytuacja przeciwna). W historii V Republiki (od 1958 r.) ta druga możliwość wystąpiła trzy razy (ostatnio za rządów prezydenta Jacques Chirac'a w latach 1997-2002). W nadchodzących wyborach możemy mieć do czynienia z dość specyficzną sytuacją. Jeżeli wierzyć sondażom to do drugiej tury prezydenckiego rozdania najprawdopodobniej przejdą kandydaci, którzy nie będą mieć mocnego zaplecza w parlamencie – Emmanuel Macron i Marine Le Pen. Niemniej tylko teoretycznie, gdyż Macronowi jest znacznie bliżej do obozu socjalistów ze względu na jego przeszłość polityczną. Z kolei jego program gospodarczy jest bliski temu co proponuje republikański Francois Fillon. Tym samym Macron jako prezydent byłby na pewno bardziej elastyczny we współpracy z rządem i parlamentem, niż Le Pen, która idealnie wpisałaby się w model koabitacji, a nie supremacji.

**Premier i rząd posiadają prerogatywy dające inicjatywę ustawodawczą** oraz możliwość składania poprawek podczas posiedzeń parlamentu. Szef rządu ma też prawo do wydawania dekretów i ordonansów. Może się też zwrócić do tzw. Rady Konstytucyjnej z wnioskiem o zbadanie zgodności z konstytucją odnośnie ustaw i umów międzynarodowych. Rząd ma też uprawnienie do zaakceptowania ustawy budżetowej specjalnym ordonansem, jeżeli wcześniej w ciągu 70-dni nie zostanie ona zaakceptowana przez parlament. Istnieje też możliwość (ale za uprzednią zgodą parlamentu, a także akceptacją projektów przez prezydenta) do wydawania ordonansów w dziedzinach, które tradycyjnie należą do gestii parlamentu.

**Do parlamentu, który jest dwuizbowy, należy władza ustawodawcza.** Izbą niższą wybraną w wyborach powszechnych w systemie większościowym w okręgach jednomandatowych jest 577-osobowe Zgromadzenie Narodowe. Głosuje się w dwóch turach, gdyż rzadko jest tak, że kandydat zdobywa bezwzględną większość w danym okręgu. W efekcie do drugiej tury przechodzą wszyscy kandydaci, którzy zdołali zdobyć minimum 12,5 proc poparcia – tu wystarczająca jest już większość względna. Z kolei Senat, który jest izbą wyższą składającą się z 348 przedstawicieli wybieranych w wyborach pośrednich przez specjalne kolegia wyborcze, stanowi bardziej reprezentację jednostek terytorialnych. Co ciekawe inicjatywa ustawodawcza powinna być wpierv zaakceptowana przez obie izby parlamentu, zanim trafi do rządu, a później do prezydenta. Ten ma prawo zawetowania ustawy, które może jednak zostać odrzucone przez parlament.

**W przypadku śmierci lub rezygnacji prezydenta z urzędu,** jego funkcję pełni marszałek Senatu, lub w ostateczności to zadanie należy do rządu. W takiej sytuacji nie ma jednak możliwości rozpisywania referendum, inicjatywy ustawodawczej ws. zmiany konstytucji, czy też rozwiązania Zgromadzenia Narodowego.

**System partyjny we Francji jest w zasadzie dwu-biegunowy** (sojusz ugrupowań lewicowych lub blok prawicy), do czego doprowadziła procedura wyborcza wymuszająca tworzenie się szerokich koalicji dla poparcia konkretnego kandydata). Tym samym niewielkie ugrupowania wchodzą w koalicję z dwoma głównymi graczami – Partią Socjalistyczną lub Republikanami.

*Emmanuel Macron jako prezydent byłby bardziej skory do współpracy z różnymi siłami politycznymi, niż kontrowersyjna Marine Le-Pen*

*Ordynacja wyborcza eliminuje z gry tzw. radykalne ugrupowania. Dobrze pokazuje to casus Frontu Narodowego, który w ostatnich wyborach w 2012 r. zdołał wprowadzić do Zgromadzenia Narodowego zaledwie dwóch posłów, chociaż dwa lata później zdominował wybory do Parlamentu Europejskiego (aż 24 posłów).*



### III. CHARAKTERYSTYKA GŁÓWNYCH KANDYDATÓW

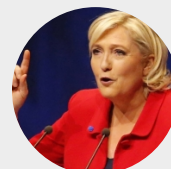
W pierwszej debacie telewizyjnej kandydatów na prezydenta wzięło udział pięciu głównych pretendentów do urzędu. Sondaże przed pierwszą turą wskazują na trzech głównych rozgrywających, ale warto wspomnieć o dwójce pozostałych ze względu na spekulacje odnośnie migracji ich wyborców do dwójki, która stanie w szranki 7 maja, a także możliwego wpływu na sentyment przy urnach w wyborach parlamentarnych w czerwcu. Poniższa charakterystyka zawiera też główne punkty programu kandydata. Przyjęta kolejność jest wynikiem średniej uzyskiwanej w sondażach przed pierwszą turą.

#### Marine Le Pen

Szefowa Frontu Narodowego. Władzę w partii przejęła po ojcu (Jean-Marie Le Pen), który założył ugrupowanie w 1972 r. Od samego początku program tej partii cechował nacjonalizm i ksenofobia, chociaż od jakiegoś czasu podejmowane są próby zmiękczenia radykalnego przekazu. Wiatrem w żagle dla FN stał się kryzys związany z napływem imigrantów w 2015 r., co sprawiło, że partia przejęła antyislamską retorykę. Le Pen startowała już w wyborach prezydenckich w 2012 r., gdzie zajęła 3 miejsce i przegrała w I turze (udało się jej jednak zdobyć około 6,4 mln głosów). Swój program opiera w dużej mierze na populistycznych hasłach. Zapowiada zaostrzenie polityki wobec imigrantów (ich napływ miałby zostać ograniczony do 10 tys. osób rocznie), wyjście Francji ze strefy Schengen, a także Unii Europejskiej, NATO oraz strefy euro (w tych przypadkach ma być przeprowadzone referendum, a cały proces ma być uporządkowany i poprzedzony wielomiesięcznymi negocjacjami).

Postuluje podporządkowanie banku centralnego rządowi – dopuszcza dodruk pieniądza (w przypadku powrotu do franka) w celu sfinansowania projektów infrastrukturalnych. W polityce zagranicznej otwarcie opowiada się za ociepleniem relacji z Rosją, co może zmienić relacje geopolityczne w Europie. W kwestiach gospodarczych widać u niej dążenie do protekcjonizmu – subsydiowanie krajowego przemysłu, opodatkowanie importu, ograniczenie zagranicznych inwestycji, czy też przepływu pracowników (firmy zatrudniające obcokrajowców miałyby zostać dodatkowo opodatkowane). Le Pen postuluje podwyższenie płacy minimalnej do 1.500 EUR miesięcznie, obniżkę akcyzy na paliwa o 20 proc., wprowadzenie nowego 46 proc. podatku dla najlepiej zarabiających, a także progresywnego, preferencyjnego opodatkowania dla małych, rodzinnych biznesów.

W polityce społecznej nie waha się obiecywać obniżenia wieku emerytalnego, przywrócenia obowiązkowej służby wojskowej, kary śmierci (tu wcześniej przeprowadzone byłoby referendum) czy też wzmocnienia policji i aparatu sądownictwa. Opowiada się za ściśle świeckim państwem (rezygnacja z jakiegokolwiek formy religijności w sferze publicznej), chociaż jednocześnie nie wyklucza możliwości ograniczenia obecnych przepisów dopuszczających aborcję. Chce też przywrócenia 7-letniego urzędu prezydenta, ale przy rezygnacji z możliwości wyboru na drugą kadencję.



*Francja pod przywództwem Le Pen może być słabym krajem z rosnącymi problemami wewnętrznymi, oraz izolacją na arenie międzynarodowej. Jej wygrana może na lata zatrzymać proces dalszej integracji Unii Europejskiej, gdyż poprzez obstrukcję może ona blokować każdą inicjatywę. Niemniej jej populistyczne hasła w polityce wewnętrznej, czy też zewnętrznej mogą być powstrzymane w procesie legislacyjnym (premier – rząd – parlament – instytucja referendum). Zwłaszcza, że sami Francuzi, jak pokazują sondaże, nie są za opuszczaniem międzynarodowych struktur.*



## Emmanuel Macron

Startuje w zasadzie jako kandydat niezależny, gdyż jego ruch En Marche! to nowość na scenie politycznej z marginalnym poparciem. Politycznie związany był wcześniej z Partią Socjalistyczną będąc zastępcą szefa gabinetu prezydenta Francois Hollande'a ds. gospodarczych, a potem ministrem ds. gospodarki, przemysłu i cyfryzacji. Z tego stanowiska ustąpił z końcem sierpnia ub.r. po tym, jak cztery miesiące wcześniej założył własny ruch polityczny. W latach 2008-2012 pracował jako bankier inwestycyjny w Rotschild&Cie Banque. Stara się uchodzić za tzw. „człowieka środka” nieuwikłanego w polityczne układy, w czym w ostatnich tygodniach mocno pomagają mu mainstreamowe media rozczarowane kryzysem w który wpłatał się mocny kandydat republikańskiej prawicy, Francois Fillon. Jest zdecydowanie przeciwny rewolucyjnym pomysłom Marine Le Pen, w tym także jej pomysłom na zmianę polityki antyimigracyjnej – uważa, że rozwiązaniem jest lepsza współpraca w ochronie granic i wspólna polityka w ramach UE. Opowiada się za szerokimi reformami w gospodarce mającymi przywrócić jej konkurencyjność – cięcie stawki podatku dla firm o 8 p.p. do 25 proc., możliwość indywidualnego negocjowania przez firmy ustawowego 35-godzinnego tygodnia pracy. Jest zwolennikiem cięcia nadmiernych wydatków z budżetu (60 mld EUR w ciągu 5-lat), w tym ograniczenia armii urzędników (o 120 tys.). Opowiada się jednak za lepszym dostępem do wsparcia socjalnego dla najmniej zarabiających.

Z kolei w polityce zagranicznej chce m.in. przyspieszenia prac z Niemcami nad wspólnym projektem, jakim jest dalsza integracja w ramach Unii Europejskiej. Nie jest jednak zwolennikiem całkiem wolnego handlu, dostrzega konieczność wynegocjowania bardziej „sprawiedliwych reguł”. Nie wyklucza prowadzenia dialogu z Moskwą, ale na rozsądnych warunkach (nie jest rusofilem).

## Francois Fillon

Startuje jako kandydat republikańskiej prawicy, gdzie zwyciężył w prawyborach. Jest za radykalnym ograniczeniem wydatków z budżetu (aż o 100 mld EUR w ciągu 5-lat), w tym redukcji aż o 500 tys. aparatu urzędniczego. Opowiada się za zwiększeniem obecnego 35-godzinnego tygodnia pracy, oraz podniesieniem wieku emerytalnego. W kwestii podatków jest za wzrostem o 2 p.p. górnej stawki podatku VAT, ale jednocześnie chciałby cięcia podatków dla firm do 25 proc. Opowiada się za większą dostępnością usług zdrowotnych o wyższym standardzie dla wszystkich obywateli, co może być kosztowne dla budżetu. W kwestii polityki imigracyjnej dopuszcza możliwość dyskusji nt. wprowadzenia rocznych limitów kwotowych dla nowych przybyszów, ale opowiada się za ograniczeniem ich przywilejów socjalnych. Uważa, że należy wzmocnić działania na rzecz uszczelnienia zewnętrznych granic UE, w tym powołania ku temu nowej formacji siłowej. W kwestii polityki zagranicznej jest za dalszą współpracą krajów w ramach strefy euro, chociaż nie chce mówić o szczegółach.

Opowiada się za to za wyraźnym ociepleniem relacji z Rosją. W kwestiach społecznych i obywatelskich jest konserwatystą, chociaż nie zamierza zmieniać dotychczasowego porządku – ale nie zgodzi się na nowe postulaty środowisk LGBT. Cieniem na jego notowaniach wyborczych kładą się jednak zarzuty dotyczące płatnej protekcji, sprzeniewierzenia funduszy publicznych i fałszowania dokumentów w kontekście fikcyjnego zatrudniania własnej żony w biurze poselskim.



*Macron stał się faworytem rynków finansowych, chociaż jak na razie „żongluje” głównie hasłami i nie ma mocnego zaplecza politycznego. Jako prezydent będzie starał się „dogadywać” z każdym, co może być jego plusem. Jego słabością w kampanii wyborczej może być nadmierna „łagodność” w sprawach polityki imigracyjnej, chyba, że to stanowisko ulegnie jeszcze zaostrzeniu.*



*Gospodarczy program Fillona jest bardziej spójny i zarazem wymagający w kwestii konkretnych reform. Niemniej w przypadku scenariusza „supremacji” – jeżeli blok prawicowy zdominuje Zgromadzenie Narodowe po czerwcowych wyborach – teoretycznie możliwy do realizacji. Fillon raczej nie będzie zwolennikiem wyraźnego przyspieszenia integracji w ramach UE.*





## Jean-Luc Melenchon

To polityczny weteran, komunista i przedstawiciel skrajnej lewicy – jego ugrupowanie zmieniło w zeszłym roku nazwę na „Francję Niepokorną”. Melenchon zawsze był traktowany jako polityczny outsider, a także odwieczny rywal Partii Socjalistycznej na lewicy, chociaż teraz może mieć aspiracje do jej konsolidacji. Jednocześnie walczy o dość zbliżony elektorat, co Marine Le Pen. Jego program można określić jako totalną rewolucję wobec obecnej politycznej rzeczywistości – w kwestiach polityki międzynarodowej jest nieraz bardziej radykalny niż Marine Le Pen. Opowiada się za wyjściem z europejskich struktur (w tym strefy euro), a także NATO, jest też przeciwny umowom o wolnym handlu. W tematach gospodarczych jest za obniżeniem wieku emerytalnego, podniesieniem płacy minimalnej do 1.300 EUR, zatrzymaniem obecnej reformy rynku pracy, która ma prowadzić do jego uelastycznienia. Jest przeciwny zmianom obecnej ustawy o 35-godzinnym tygodniu pracy. W kwestiach podatkowych jest za podniesieniem stawek, w tym radykalnie dla najbogatszych.

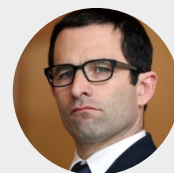
Chce też ustawy, która nakazałaby rozbić działalność banków pomiędzy inwestycje a detal. Jest dość krytyczny wobec obecnej polityki migracyjnej – chciałby działań prowadzących do deportacji przybyszów do kraju ich pochodzenia. Jego program polityczny zakłada też budowę tzw. VI Republiki z ograniczoną władzą prezydenta i przyznaniem większej kontroli obywateli nad działaniami polityków.

## Benoit Hamon

Jest kandydatem Partii Socjalistycznej – zwyciężył w prawyborach pokonując m.in. premiera Manuella Vallsa (obecny prezydent Francois Hollande zrezygnował z ubiegania się o reelekcję). Opowiada się za bardziej socjalnym modelem państwa – wyższą płacą minimalną, 600 EUR zasiłku już od 18 roku życia, który docelowo miałby wzrosnąć do 750 EUR miesięcznie – wyższe wydatki miałyby zostać sfinansowane przez większe obciążenia podatkowe, w tym wprowadzenie tzw. podatku od pracy wykonywanej przez maszyny (tzw. robot tax). Opowiada się też za wzrostem nakładów na bezpieczeństwo, podniesieniem do 3 proc. PKB wydatków na obronność (miałyby one jednocześnie zostać wyłączone z tzw. reguł ostrożnościowych dotyczących relacji deficytu do PKB), oraz wprowadzeniem tzw. czasowego prawa pobytu dla imigrantów. W kwestiach polityki zagranicznej jest przeciwko międzynarodowym porozumieniom o wolnym handlu. Co do zacieśnienia współpracy w ramach UE, to chętnie widziałby to w obszarze podatków, polityki socjalnej, czy też obronności.

W kwestiach politycznych jest też za powrotem do 7-letniej kadencji prezydenta, chce też wprowadzić możliwość inicjatywy ustawodawczej przez grupę obywateli, która musiałaby zostać rozpatrzona przez parlament.

*Francja pod przywództwem Melenchona byłaby mocno osłabiona wewnętrznie oraz izolowana na scenie międzynarodowej, chociaż większość jego kontrowersyjnych postulatów byłaby blokowana w procesie legislacyjnym. Niemniej na pewno poprzez obstrukcję blokowałby współpracę Francji z innymi krajami w ramach UE i na lata zatrzymałby proces integracji.*

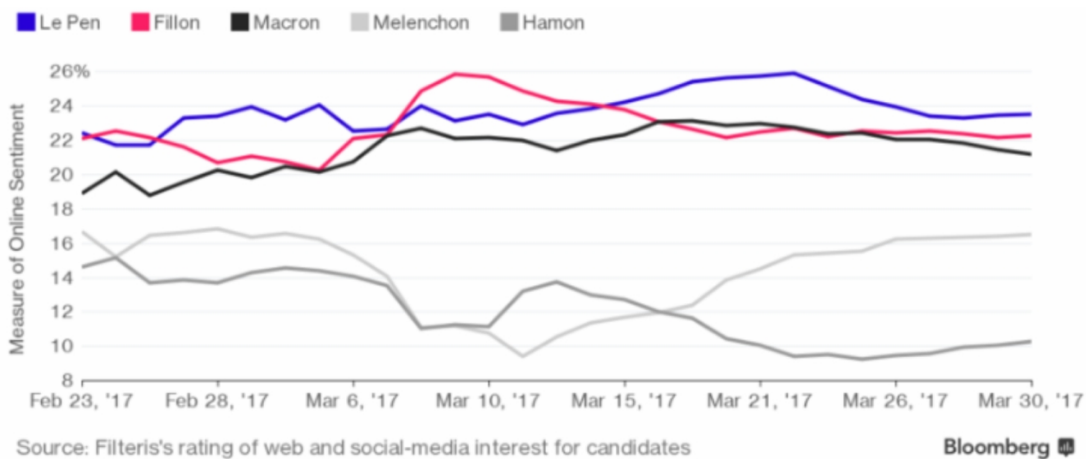


*Hamon ciągnie Partię Socjalistyczną bardziej na lewo, niemniej to nie przysparza mu popularności. Lewicowy program nie odpowiada obecnym potrzebom kraju – nie ma tu ani reform gospodarczych, ani pomysłów na rozwiązanie problemu imigracji, czy wreszcie zacieśnienia współpracy ekonomicznej i politycznej w ramach UE. Francja pod jego przywództwem byłaby słabsza oraz bardziej izolowana.*



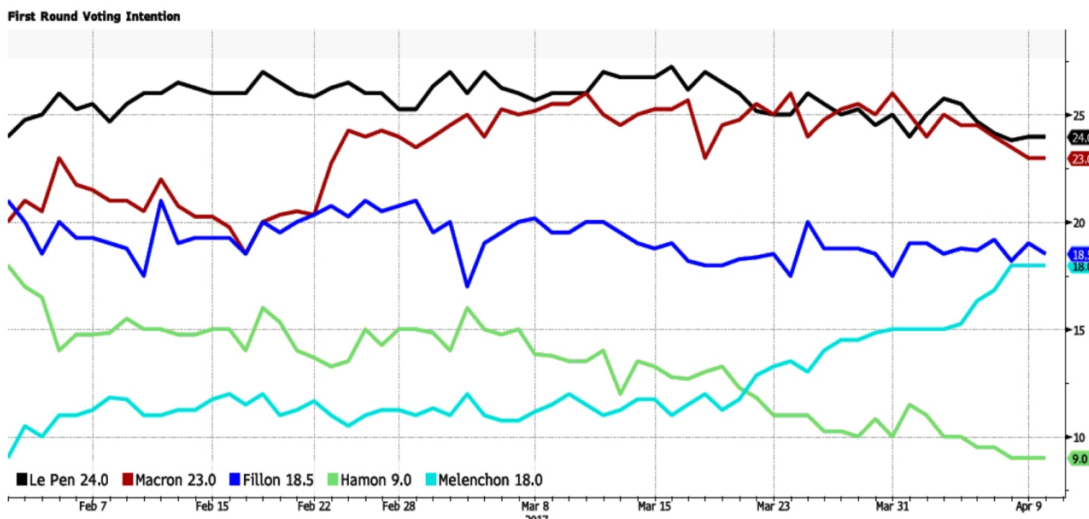
## IV. SONDAŻE I SCENARIUSZE WYBORCZE

Ostatnie trzy miesiące przyniosły wyraźne przetasowania – nie zmieniła się tylko pozycja Marine Le Pen, która ma największe szanse awansować do drugiej tury wyborów. Na wizerunkowych problemach Francois Fillona zyskał Emmanuel Macron, który ma największe szanse przejścia do drugiej tury, chociaż jego elektorat można pośrednio uznać za chwiejny (aż 1/3 jego potencjalnych wyborców deklaruje, że może zmienić zdanie). To może sprawić, że Francois Fillon nie jest zupełnie przekreślony w walce. Ciekawe wnioski daje kanadyjska firma Filteris, która na bazie własnego algorytmu wylicza poparcie dla kandydatów na bazie internetowych wpisów i opinii użytkowników. W ostatniej połowie marca pozycja Fillona uległa poprawie i to on awansowałby do drugiej tury wyborów.



Powyższe badania potwierdzają to, co widać w tradycyjnych sondażach – wzrost popularności Jean-Luc Melenchona, który staje się liderem na lewicy. Niewątpliwie pomogły mu przeprowadzone już dwie debaty telewizyjne kandydatów na prezydenta, chociaż głównie odbiera on głosy socjaliście Benoit Hamonowi, a nie Marine Le Pen. Szanse, aby przeszedł do drugiej tury są jednak znikome. Taka możliwość pojawiłaby się tylko w sytuacji, kiedy z wyścigu wycofałby się Benoit Hamon z Partii Socjalistycznej i jego głosy przeszłyby na Melenchona. Tylko, że taki ruch mógłby jednak mocno zaszkodzić notowaniom tej partii przez czerwcowymi wyborami do Zgromadzenia Narodowego, przez co byłby politycznym samobójstwem Hamona.

*Rynki preferują na drugą turę scenariusz Macron - Le Pen. Ewentualne rozdanie Fillon - Le Pen, byłoby sporym zaskoczeniem i mogłoby wyraźnie zwiększyć nerwowość inwestorów, gdyż według sondaży różnica pomiędzy kandydatami nie byłaby już tak znacząca...*



Wykres: Sondaże dla „głównej piątki” przed pierwszą turą, źródło: Bloomberg

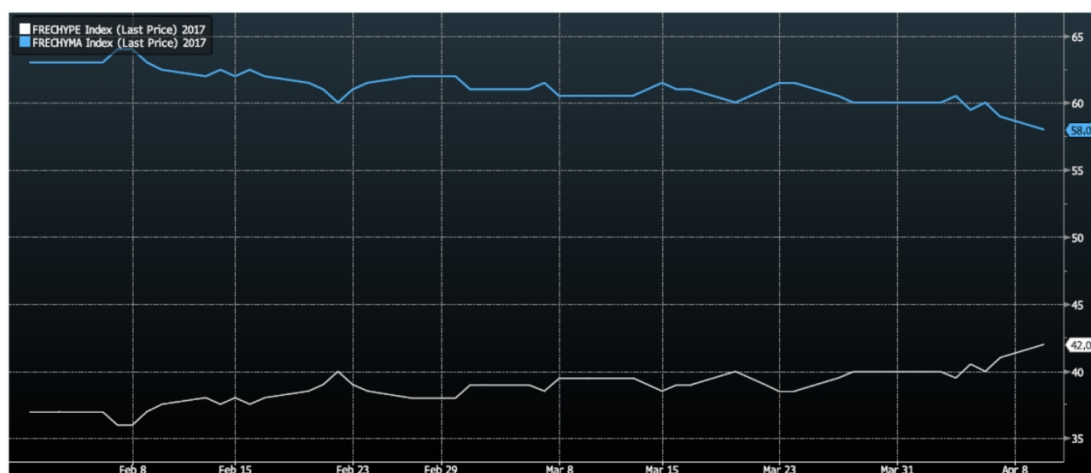


Reasumując w grze liczą się tylko: Marine Le Pen, Emmanuel Macron i Francois Fillon. W symulacjach sondażowych przed drugą turą największe szanse na wygraną z Marine Le Pen ma Emmanuel Macron, stąd też rynki finansowe będą bardziej preferować scenariusz, w którym do drugiej tury przechodzą właśnie Le Pen i Macron. Kreując się na człowieka z poza „dotychczasowych układów” ma szanse przyciągnąć głosy tych, którzy są zniechęceni francuską polityką. A takich osób jest coraz więcej – aż 37 proc. Francuzów zapowiadało niedawno, że nie zamierza iść na wybory, co sygnalizowałoby najniższą od ponad 50 lat frekwencję. Tej tendencji nie zdołałby zapobiec obciążony skandalem Francois Fillon, tymczasem do Marine Le Pen ma najbardziej zdeteminowany elektorat. W takiej sytuacji, kluczowe mogą okazać się tzw. przepływy elektoratów, czyli zachowania tych wyborców, których kandydaci przepadli w pierwszej turze.

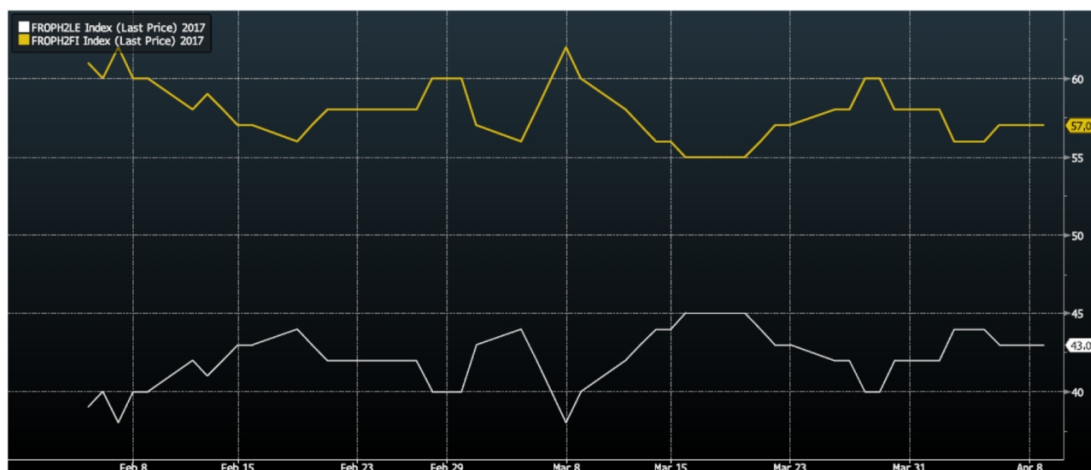
Zapowiedzi radykalnych cięć wydatków ze strony budżetu oraz konserwatyizm obyczajowy Francois Fillona raczej przysporzą mu głosów ze strony lewicy – jej wyborcom będzie bliżej do radykalizmu Le Pen albo wstrzymają się od głosu. Kandydat prawicy miałby szanse przejąć sporą część elektoratu Macrona, gdyby ten nieoczekiwanie odpadł z wyścigu – tu zadziałałby też tzw. efekt strachu przed wygraną Le Pen. To mogłoby dać mu kluczową przewagę i tym samym wygraną. Jeżeli tą tezę uznać za prawdziwą, to obawy związane ze słabszą pozycją Fillona w sondażach w relacji z Le Pen należałoby uznać za przesadzone.

*... chociaż ostatecznie pozycja Fillona, wcale nie musi być tak słaba.*

*Fillon ma mniejsze szanse, niż Macron w starciu z Le Pen w drugiej turze.*



Wykres: Hipotetyczny rozkład poparcia dla Emmanuel Macrona (kolor niebieski), oraz Marine Le Pen (kolor biały),  
źródło: Bloomberg



Wykres: Hipotetyczny rozkład poparcia dla Francois Fillona (kolor żółty), oraz Marine Le Pen (kolor biały),  
źródło: Bloomberg



## V. REAKCJE I SCENARIUSZE RYNKOWE

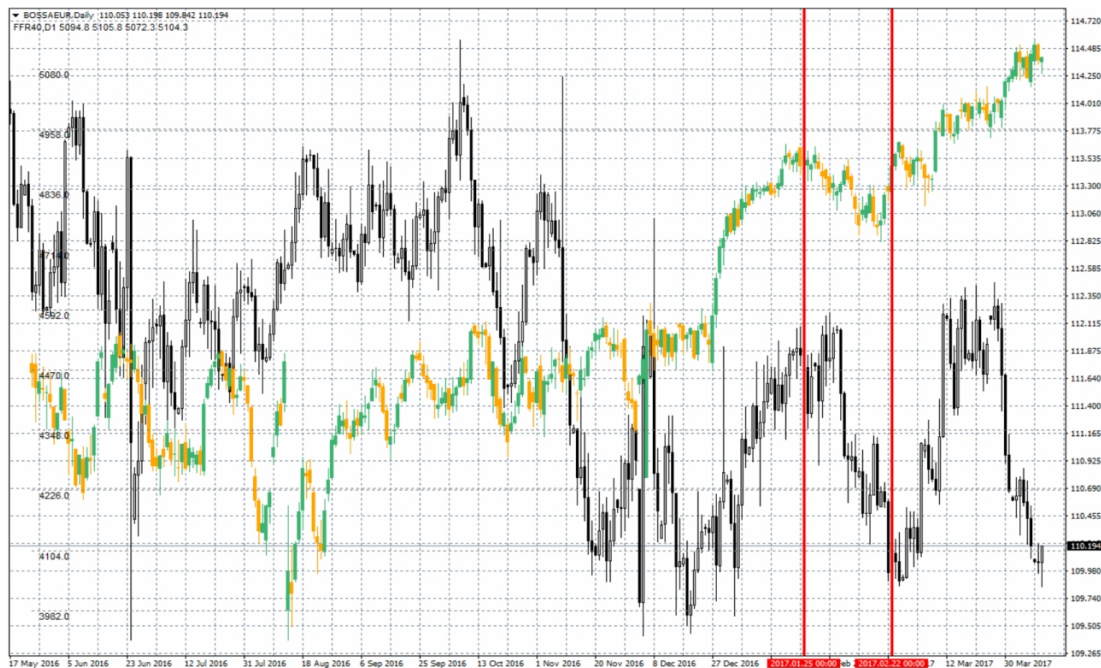
Dla rynków finansowych liczy się przede wszystkim tzw. stabilizacja polityczna. Tym samym obawy związane z silniejszą pozycją radykalnych kandydatów (na francuskiej scenie politycznej są to Jean-Luc Melenchon i Marie Le Pen) szybko odbijają się na wycenie instrumentów finansowych. Spójrzmy na poniższy wykres i dwie daty. 25 stycznia b.r. Le Canard Enchaîné po raz pierwszy opublikował informacje nt. skandalu z udziałem Francois Fillona, który dla rynków finansowych był „wyborczym pewniakiem”. Jego pozycja w sondażach zaczęła topnieć, tymczasem gwiazda Emmanuela Macrona zaczęła dopiero błyszczeć – jego różnica wobec Le Pen wynosiła około 5 p.p. Inna sprawa, że wiarygodności wobec własnej osoby nie zbuduje się z dnia na dzień. Kolejna ważna data to 22 lutego b.r., kiedy to Macron dostał wsparcie od centrysty Francois Bayrou, który zrezygnował z wyścigu prezydenckiego i wezwał swoich wyborców do poparcia Macrona (w sondażach około 5-6 proc.). To sprawiło, że rynki zaczęły bardziej dyskutować scenariusz, w którym to Macron przechodzi do drugiej tury i staje się dość trudnym partnerem dla Le Pen. Ryzyko polityczne nieznacznie zmalało, w czym dodatkowo pomogły wyniki wyborów parlamentarnych w Holandii w połowie marca (eurosceptyczna Partia Wolności osiągnęła słabszy od spodziewanego wynik).

Pierwszy wykres pokazuje wzrost negatywnej presji na francuski rynek długu w okresie tych niecałych 4-tygodni w lutym. Widać wyraźny wzrost spreadu pomiędzy francuskimi, a niemieckimi 2-letnimi obligacjami. W marcu sytuacja się ustabilizowała, ale początek nowego kwartału znów wskazał na wzrost nerwowości. Może mieć to związek ze spekulacjami związanymi z możliwą niską frekwencją przy urnach, a także niestabilności wyborców Emmanuela Macrona, co zostało wspomniane wcześniej.



Wykres spreadu pomiędzy 2-letnimi obligacjami rządu Francji i Niemiec z nałożonymi datami 25 stycznia i 22 lutego, źródło: Thomson Reuters Eikon

Na drugim wykresie te same daty są skonfrontowane z przebiegiem koszyka euro (BOSSA EUR) dostępnego na platformie BOSSA FX, a także kontraktu CFD na główny indeks giełdowy paryskiej giełdy CAC40. Najbardziej odporny na polityczne spekulacje jest rynek akcji, niemniej już na euro wpływ powyższych informacji był widoczny. To każe domniemywać, że najbardziej wrażliwe na wynik francuskich wyborów będą dług i waluta euro w konfiguracjach z innymi. Nie oznacza to jednak, że rynek akcji pozostanie bierny, jak dotychczas – nerwowość może wywołać chociażby scenariusz konfiguracji Fillon- Le Pen w drugiej turze wyborów. Niemniej o jego załamaniu można by mówić dopiero w sytuacji wygranej Le Pen, co wydaje się być naturalnym wnioskiem.



Wykres z nałożonymi datami 25 I, oraz 22 II na instrumentach BOSSA EUR (prawa skala) i FFR40 (kolor, lewa skala),  
źródło: Platforma BOSSA FX

Polityczny kontekst we Francji może przekładać się na poziom globalnego ryzyka – w efekcie warto rozważyć, na ile może mieć to wpływ na zachowanie się aktywów uznawanych za tzw. bezpieczne przystanie. Minusem takiego porównania jest to, że wpływ mają tu też inne, także lokalne czynniki. Poniższy wykres prezentuje procentowe przebiegi stóp zwrotu dla koszyków walutowych, oraz cen złota (XAUUSD) sporządzanych przez portal Stooq.pl za ostatnie trzy miesiące – dla euro (EUR INDEX), franka (CHF INDEX), jena (JPY INDEX). Uwagę zwraca brak większej korelacji franka z wydarzeniami politycznymi. Bardziej adekwatnie zdaje się tu zachowywać japoński jen czy nawet złoto (w lutym zyskiwało mimo silnego USD na rynkach).



Wykres: Procentowe przebiegi stóp zwrotu dla koszyków walutowych, oraz cen złota (XAUUSD) sporządzanych przez portal Stooq.pl za ostatnie trzy miesiące – dla euro (EUR INDEX), franka (CHF INDEX), jena (JPY INDEX).





Oszacowanie rynkowych scenariuszy na najbliższe tygodnie nie jest łatwym zadaniem. Dla większej przejrzystości zostały one pogrupowane w oparciu o możliwe wyborcze rozdania przed pierwszą turą (diagram I), w okresie pomiędzy pierwszą, a drugą turą (diagram II), oraz po publikacji ostatecznego wyniku wyborów prezydenckich (diagram III). Warto wspomnieć, że w przypadku francuskiego długu inwestorzy na platformie BOSSA FX mają możliwość dokonania transakcji na instrumencie FOAT10 – szczegółowa specyfikacja znajduje się tutaj: <http://bossafx.pl/fx/oferta/instrumenty/specyfikacja/>.

Z kolei szczegółową kalkulację takiej potencjalnej pozycji można przeprowadzić w oparciu o bezpłatny kalkulator dostępny na stronie <http://bossafx.pl/fx/narzedzia/kalkulator-fx/>.

## DIAGRAM I: OKRES PRZED I TURĄ (23 IV)

Scenariusze sondażowe (kto przejdzie do II tury)	Teoretyczne reakcje rynków
<b>Le Pen – Macron mają zbliżone do siebie poparcie</b>	Rynek długu przyjmuje postawę wyczekującą, euro pozostaje pod nieznaczną presją spadkową, choć to będzie też zależec od oczekiwań związanych z zaplanowanym na 27 IV posiedzeniem Europejskiego Banku Centralnego (na ile uda się podtrzymać „gotębie” nastawienie).
<b>Le Pen gwałtownie traci w sondażach</b>	Jest to sygnał, że wynik wyborów 7 V może być „rozegrany” wcześniej. Ryzyko polityczne gwałtownie maleje, co daje też preteksty do przeceny złota. Dług, euro oraz giełda idą wyraźnie w górę. Zwłaszcza, że dodatkowo rynki mogą zacząć mniej przejmować się „gotębim” podejściem ECB, jeżeli ryzyko polityczne wyraźnie spadnie. To wszystko zaznacza się też na polskim złotym, który otrzymuje dodatkowe powody do umocnienia (USD/PLN tanieje bardziej, niż EUR/PLN za sprawą ruchu na EUR/USD).
<b>Macron zaczyna tracić w sondażach, ale poparcie dla Fillona nie ulega większej zmianie</b>	Pojawia się niepokój o to, kto będzie rywalem Le Pen w drugiej turze, a jeżeli pozostanie to Macron, to jak silna rzeczywistość będzie jego pozycja. Taka sytuacja możliwa jest w przypadku wzrostu poparcia dla kandydatów lewicowych (Hamon, Melenchon). Rynki stają się nerwowe – dług traci, a także euro (najbardziej wrażliwy może być EUR/JPY), mamy też korektę na francuskiej giełdzie, a także możliwe zwwyżki cen złota.


**Fillon wybija się ponad Macrona  
(scenariusz Fillon- Le Pen)**

Mamy pewne zaskoczenie, rynki muszą na nowo „wycenić sytuację”. Zaczyna się akcentować ryzyko niskiej frekwencji w wyborach, a także pozycji Le Pen w sondażach z Fillonem. Pojawia się nieznaczna presja spadkowa na rynku długu, a także euro. Mamy pretekst do korekty na francuskiej giełdzie, a także dodatkowy powód do wyższości cen złota

**Hamon rezygnuje z wyścigu  
przekazując swoje głosy  
Melenchonowi (scenariusz  
Melenchon-Le Pen)**

To najgorszy z możliwych scenariuszy dla rynków, gdyż zwiększa szanse przejścia Melenchona do drugiej tury. Zupełne zaskoczenie dla rynków daje pretekst do bardzo gwałtownych reakcji, co może być zauważalne także na innych rodzajach aktywów – mamy wyraźny, wręcz paniczny skok awersji do ryzyka skutkujący masową ucieczką w stronę bezpiecznych przystani. Silnie tanieje francuski dług, euro (zwłaszcza w relacji EUR/JPY, ale i też Narodowy Bank Szwajcarii zaczyna mieć „kłopoty” na EUR/CHF). Obserwujemy też wyraźną przecenę na rynkach akcji. To odbija się też negatywnie na polskim złotym.

**DIAGRAM II: OKRES POMIĘDZY I A II TURĄ (23 IV-7 V)**

Scenariusze sondażowe	Teoretyczne reakcje rynków
Do drugiej tury przechodzą Macron i Le Pen, sondaże utrzymują minimum 15 p.p. przewagę Macrona	Wyczuwalny jest pewien niepokój, rynki czekają na rozstrzygnięcie przy urnach 7 V mając w pamięci casus Clinton-Trump (czyli, że niczego nie można wykluczyć). To jeszcze nie czas na odwracanie trendu na euro, czy też rynku długu – mamy wycozekanie, które sprzyja tworzeniu się bocznych trendów, czyli stabilizacji na rynkach. Posiedzenie ECB z 27 IV nie ma większego wpływu.
Do drugiej tury przechodzą Macron i Le Pen, ale szefowa FN zmniejsza dystans w sondażach do 5 p.p. Macron zaczyna mieć „wizerunkowe” problemy.	Rynki zaczynają wątpić w siłę Macrona, pojawia się strach przed ostatecznymi wynikami. Widać wyraźną ucieczkę od ryzyka. Tanieje euro (bardziej poprzez spadającego EUR/JPY), dług, a także giełdy. Problem dotyka także inne aktywa – Narodowy Bank Szwajcarii jest zmuszony do bardziej zdecydowanej obrony franka, tanieje też złoty.



**Do drugiej tury przechodzą Fillon i Le Pen, a procentowa różnica pomiędzy kandydatami zaczyna rosnąć**

Trzeba mieć na uwadze, że Fillon może przejść do drugiej tury z zaskoczenia. To prowokuje większą nerwowość i zmienność na rynkach (dług i euro w dół, wahania na francuskiej giełdzie), co jednak może długo nie trwać, jeżeli sondaże zaczną być korzystniejsze dla Fillona. Niemniej nerwowość pozostanie. Tendencje spadkowe, choć być może w ograniczonej skali utrzymają się aż do rozstrzygnięcia wyników drugiej tury.

**Do drugiej tury przechodzą Fillon i Le Pen, ale różnica pomiędzy kandydatami pozostaje niewielka**

Zaskoczenie awansem Fillona już może spowodować większą nerwowość i zmienność na rynkach, którą jeszcze spotęgują słabe sondaże (zwłaszcza, jeżeli pojawią się też obawy dotyczące niskiej frekwencji, czy też tzw. negatywnych elektoratów). Na rynkach zagości strach – wyraźna ucieczka od ryzyka. Potanieje euro (wyraźniej poprzez spadającego EUR/JPY), dług, czy też giełda. Problem dotknie także inne aktywa – Narodowy Bank Szwajcarii odczuje presję na franka, potanieje też złoty. Podrożeje z kolei złoto. Skala nerwowości może rosnąć wraz z bliskością terminu II tury.

**Do drugiej tury przechodzą Melenchon i Le Pen**

Reakcja będzie bardzo gwałtowna, jeżeli awans Melenchona będzie zupełnym zaskoczeniem (co jednak wydaje się mało prawdopodobne bez wsparcia głosami Hamona). Dla rynków „katastrofa” zacznie się już w tym momencie, gdyż wynik wyborów z 7 V będzie miał już podrzędne znaczenie. Oboje mają dość negatywne noty. Przecena na rynkach finansowych może być szybka, ale i dość głęboka. Ostatecznie inwestorzy dojdą do wniosku, że francuski prezydent jednak aż tak wiele złego zrobić nie może. Niemniej wcześniej zobaczymy silną przecenę euro (wyraźniej poprzez EUR/JPY) oraz francuskiego, ale i europejskiego długu – co może prowokować nawet działania „stabilizacyjne” ze strony banków centralnych, oraz spadki na giełdach. Wyraźnie w górę pójdzie złoto.



### DIAGRAM III: OGŁOSZENIE WYNIKU WYBORÓW Z 7 V

Prezydentem Francji zostaje:	Teoretyczne reakcje rynków
<b>Emmanuel Macron</b>	Zależne od wcześniejszych sondaży – jeżeli te będą faworyzować Macrona aż do 7 V to pozytywna reakcja może nie być aż tak duża. Na pewno pojawi się uczucie ulgi, że pewien etap jest za nami. Inwestorzy skupią się na tematach rynkowych – w przypadku długu i euro znaczenie będą mieć spekulacje związane z przyszłymi działaniami ECB (choć wiele będzie zależać od tego, co wcześniej zobaczymy w komunikacie z 27 IV). Euro powinno podrożeć, podobnie jak dług oraz giełda. Większa i wyraźniejsza skala odreagowania będzie mieć miejsce w sytuacji, kiedy rynki będą wcześniej obawiać się wyborczego wyniku.
<b>Francois Fillon</b>	Nie jest to obecnie faworyt rynków, ale jego wygrana może wyraźnie wesprzeć blok prawicy w czerwcowych wyborach do Zgromadzenia Narodowego dając mu zdecydowaną wygraną – model supremacji może zostać dość korzystnie odebrany przez rynki w dłuższym okresie. Krótkoterminowa skala odbicia euro, rynku długu, czy też giełd będzie większa, niż w przypadku wygranej Macrona, gdyż rynki wcześniej nie będą pewne jego wygranej z Le Pen.
<b>Marine Le Pen</b>	Reakcja rynków będzie tym bardziej gwałtowna, im mniejszą szansę na wygraną Le Pen będą dawać wcześniej sondaże. Dla rynków będzie to „katastrofa” – przecena na rynkach finansowych może być szybka, ale i dość głęboka. Ostatecznie inwestorzy dojdą do wniosku, że francuski prezydent jednak aż tak wiele złego zrobić nie może. Niemniej wcześniej zobaczymy silną przecenę euro (wyraźniej poprzez EUR/JPY), oraz francuskiego, ale i europejskiego długu – co może prowokować nawet działania „stabilizacyjne” ze strony banków centralnych, oraz spadki na giełdach. Wyraźnie w górę pójdzie złoto.
<b>Jean-Luc Melenchon</b>	Nie jest to wykluczone, jeżeli wejdzie do drugiej tury wyborów. To jednak będzie już wiadome po 23 IV, więc stosowna, gwałtowna reakcja rynków będzie mieć miejsce już wcześniej. Ogłoszenie tego wyniku może wywołać kolejną falę spadków w oczekiwaniu na pierwsze ruchy nowego prezydenta i komentarze globalnych liderów politycznych. Możliwe są działania stabilizujące podejmowane przez banki centralne. Ostatecznie jednak inwestorzy dojdą do wniosku, że francuski prezydent jednak aż tak wiele złego zrobić nie może.

Data sporządzenia raportu:  
**11 kwietnia 2017 r.**  
**analizy@bossa.pl**

# BOSSA

## RAPORT SPECJALNY

### ZASTRZEŻENIA

Prezentowany komentarz został przygotowany w Domu Maklerskim Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (DM BOŚ) tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” lub jakiegokolwiek porady, w tym w szczególności porady inwestycyjnej, lub rekomendacji w zakresie doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2016, poz. 1636 z póź. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Inwestor wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym komentarzu na własne ryzyko i odpowiedzialność. Przedstawiony komentarz powstał w oparciu o dokumenty i informacje dostępne publicznie i jest wyłącznie wyrazem wiedzy i poglądów autora według stanu na dzień sporządzenia. Przy sporządzaniu komentarza DM BOŚ działał z należytą starannością oraz rzetelnością. DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania klienta lub innego inwestora podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego komentarza lub zawartych w nim informacji. Niniejszy raport został sporządzony w celu udostępnienia osobom zainteresowanym w celu promocji usług świadczonych przez DM BOŚ. Niniejszy dokument nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania po stronie DM BOŚ. W przypadku klientów DM BOŚ, którzy zawarli Umowę o Opracowanie, o której mowa w „Regulaminie doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych” (Regulamin), niniejszy raport stanowi Opracowanie w rozumieniu Regulaminu. Regulamin jest dostępny na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

Inwestycje w instrumenty pochodne na rynku OTC wykorzystują mechanizm dźwigni finansowej, co oznacza że istnieje ryzyko poniesienia strat finansowych przewyższających zainwestowany kapitał.

DM BOŚ prowadzi działalność na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). DM BOŚ podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2016, poz. 1636 z póź. zm.).

Nagroda Broker Roku przyznana przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie dnia 12.05.2016.

Od 11 lat DM BOŚ S.A. jest klasyfikowany w pierwszej trójce rankingu Najlepszych Biur Maklerskich Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, źródło: Forbes i Bankier.pl.

Nagroda „Byk i Niedźwiedź” Gazety Giełdy i Inwestorów „Parkiet” dla Domu Maklerskiego BOŚ, uznanego za Najlepszy Dom Maklerski 2016.



**DOM MAKLESKI** BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.