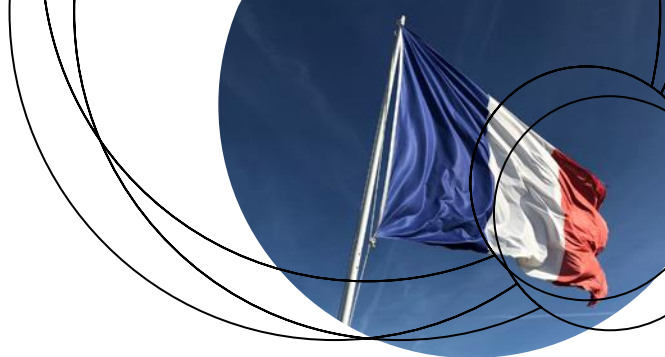




Quintet Private Bank — Counterpoint Weekly 28 maart – 3 april 2022

Nicolas Sopel
Senior Macro Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Franse verkiezingen: geopolitiek als centraal thema

Op 10 en 24 april gaat Frankrijk naar de stembus om een nieuwe president te kiezen. Een cruciaal moment, nu er aan de randen van Europa een oorlog woedt. Het ziet ernaar uit dat Emmanuel Macron voor een tweede termijn wordt herkozen. We gaan nader in op de belangrijkste gevolgen voor de economie en de markten.

Wat u moet weten

- In ons basisscenario (een tweede termijn voor Macron) zouden de markten vrij onbewogen moeten reageren. Een verrassingsoverwinning van een kandidaat die niet tot de mainstream behoort, zou grote gevolgen hebben: de euro en de CAC 40 zouden dalen en de Franse obligatierente zou stijgen. Een klein risico op een 'Frexit', maar meer gespannen relaties met de EU zouden leiden tot een risicopremie op Frankrijk.
- Er staat bij deze verkiezingen veel meer op het spel dan alleen Franse belangen. In ons basisscenario, en gezien geopolitieke spanningen en een meer multipolaire wereld, denken we dat Frankrijk een belangrijke aanjager kan zijn om Europa aan te zetten om in veel sectoren meer zelfvoorzienend te worden.
- Frankrijk zal binnen Europa waarschijnlijk draagvlak willen creëren voor investeringen aan de aanbodkant. Volgens ons zijn er twee gebieden die hiervan zouden profiteren: hernieuwbare energie en, meer in het algemeen, de "groene transitie"; en in de tweede plaats ook: defensie en technologie.

De presidentsverkiezingen in Frankrijk zijn de belangrijkste politieke gebeurtenis van 2022 in het eurogebied. De Fransen staan voor het besluit of het wel verstandig is om hun opperbevelhebber te vervangen nu er in Europa een oorlog woedt. De positie van Frankrijk is voor Europa voor de hele wereld van groot belang. President Emmanuel Macron probeert het voortouw te nemen bij de diplomatieke inspanningen om de oorlog van Rusland tegen Oekraïne te voorkomen en blijft voor Volodymyr Zelensky en Vladimir Putin een van de belangrijkste aanspreekpunten om een vredesakkoord tot stand te brengen.

Vijf jaar crisis

Een constante factor gedurende de vijfjarige regeertermijn van Macron waren de langdurige crises. Elke president krijgt met problemen te maken, maar door de protesten van de gele hesjes (door de duur van de beweging en het geweld bij bepaalde demonstraties), de pandemie (door de lange duur en de economische en maatschappelijke gevolgen) en de oorlog van Rusland tegen Oekraïne (aan de rand van Europa en door de economische impact), heeft Macron zijn oorspronkelijke hervormingsplannen in de loop der tijd moet aanpassen.

Dit is een mogelijke verklaring voor de schommelende populariteit van Macron in de loop van zijn vijfjarige ambtstermijn. Tijdens het eerste jaar van zijn ambtstermijn daalde hij in de peilingen en bereikte zijn populariteit zijn dieptepunt ten tijde van de protesten van de gele hesjes eind 2018. Door zijn aanpak van de Covid-crisis en het daaropvolgende sterke herstel van de Franse economie steeg hij weer in de peilingen, en na de Russische invasie van Oekraïne is hij zelfs nog verder gestegen.

We verwachten voor ons basisscenario een matte reactie, maar volgens ons zijn er voor de langere termijn twee belangrijke gevolgen

Figuur 1: Draagvlak voor Macron in de peilingen

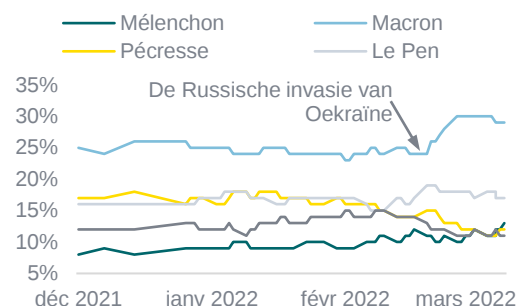
Een tweeluik (21-daags voortschrijdend gemiddelde)



Bron: Quintet, BVA, Harris Interactive, Ifop, Odoxa, Ipsos

Figuur 2: Voorgenomen stemgedrag voor de eerste ronde

'Geo-polls' komt uit op een tweede ronde met Macron en Le Pen



Bron: Quintet, OpinionWay

Over het algemeen is geopolitiek van secundair belang in Frankrijk, maar de laatste tijd is het een dominant onderwerp in de campagne en zal, om twee redenen, waarschijnlijk van invloed zijn op de verkiezingsuitslag. In de eerste plaats komt uit peilingen naar voren dat, voor de Franse kiezer, kandidaten zonder aanzienlijke internationale ervaring op dit gebied over een beperkte geloofwaardigheid en presidentiële status beschikken. De pro-Europese Macron voldoet vanuit dat perspectief aan deze beschrijving, terwijl Valérie Pécresse maar weinig internationale ervaring heeft. In de tweede plaats heeft de oorlog in Oekraïne de positie van Eric Zemmour, eens de belangrijkste concurrent van Macron, verzwakt, door zijn steun voor Poetin. Marine Le Pen heeft hier minder last van omdat ze zich snel van Poetin heeft gedistantieerd.

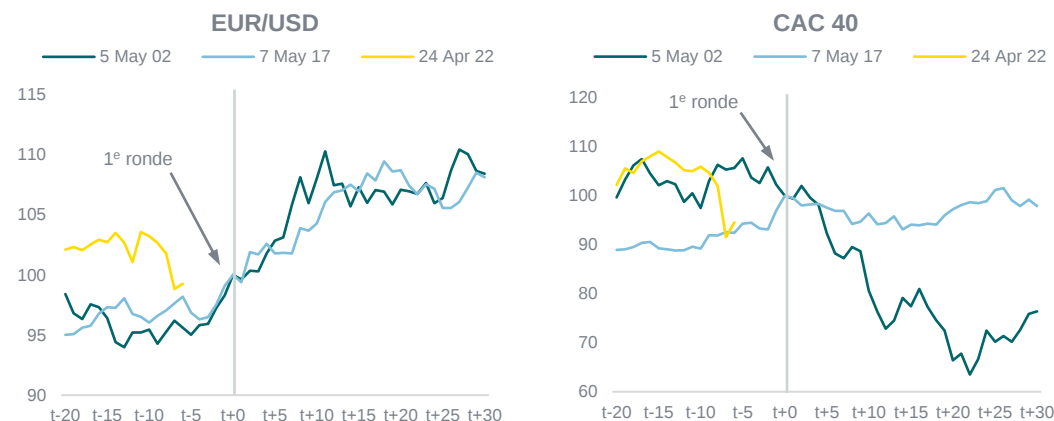
De beperkte steun voor Zemmour en Pécresse was in zekere mate gunstig voor de linkse Jean-Luc Mélenchon, ondanks zijn sympathie voor het Kremlin. De vraag welke andere kandidaat er naar de tweede ronde door zou gaan was voor het conflict moeilijk te beantwoorden, maar Le Pen lijkt nu de belangrijkste concurrent van Macron. Ongeacht wie er in de tweede ronde tegenover elkaar staan, lijkt Macron volgens de peilingen te gaan winnen, hoewel zijn voorsprong op Le Pen eind maart enigszins is afgenomen en de opkomst mogelijk laag zal zijn.

Wat kunnen we van de markten verwachten?

We verwachten voor ons basisscenario een matte reactie. Een overwinning van Macron is grotendeels ingeprijsd en de oorlog is inmiddels de belangrijkste aanjager van de markten geworden. In het verleden was het zo dat wanneer er een reguliere kandidaat tegenover een extreemrechtse kandidaat stond (in 2002 tussen J. Chirac en J.M. Le Pen, en in 2017 tussen E. Macron en M. Le Pen), steeg de euro na de eerste ronde doordat de markten uitgingen van een nederlaag van de alternatieve kandidaat (zie figuur 3). Dit keer verwachten we dat voor de korte termijn de euro onder druk zal blijven, doordat Europa meer is blootgesteld aan de Russische oorlog dan de VS en de Europese Centrale Bank (ECB) veel verruimingsgezinder is dan de Fed. Op langere termijn zou de euro echter kunnen profiteren van een sterkere Europese cohesie.

Figuur 3: Performance in verkiezingsperiodes waarin een extreemrechtse kandidaat de tweede ronde bereikte

Markten blijven eerder aangejaagd door de ontwikkelingen van de oorlog dan door een verkiezing (op de dag van de eerste ronde op 100 gesteld)



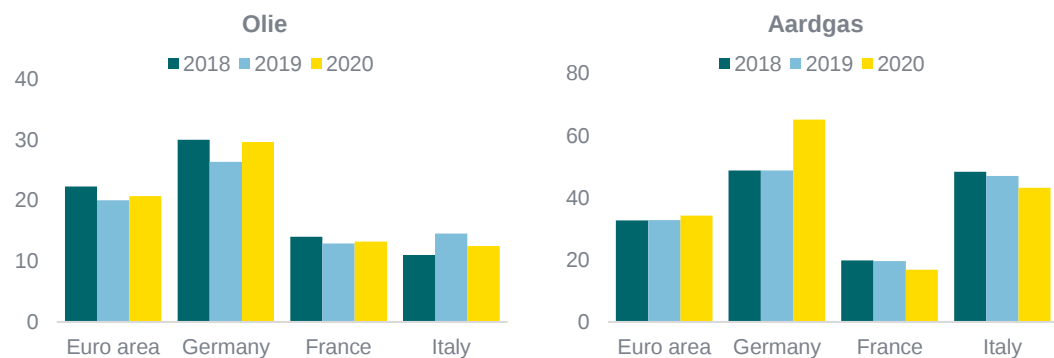
Bron: Quintet, Refinitiv. Opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Aandelen lijken eerder de wereldwijde trends te volgen. In 2002 barstte de technologiezeepbel in de VS waardoor de CAC 40 daalde. In 2017 steeg de index dankzij het wereldwijde synchrone herstel. In 2022 was de CAC in maart al opgeveerd omdat het grootste deel van de onzekerheid ten gevolge van de oorlog is al ingeprijsd. Op de langere termijn zouden aandelen door de toenemende investeringen een stimulans kunnen krijgen, waarvan sectoren als energie (kernenergie en schone energie), defensie en gezondheidszorg waarschijnlijk het meest zouden moeten profiteren.

Een overwinning van Le Pen zou vanwege het risico op een complexe relatie met de EU echter tot een politieke risicopremie leiden, waardoor de obligatierente zou stijgen (groter risico en stijgende schuld) en de euro en de aandelenmarkten zouden dalen.

Figuur 4: Import van energie uit Rusland

Frankrijk is minder afhankelijk dan andere Europese landen (% van totaal)



Bron: Quintet, Eurostat

Door de geopolitieke ontwikkelingen zijn de campagnekaarten opnieuw geschud

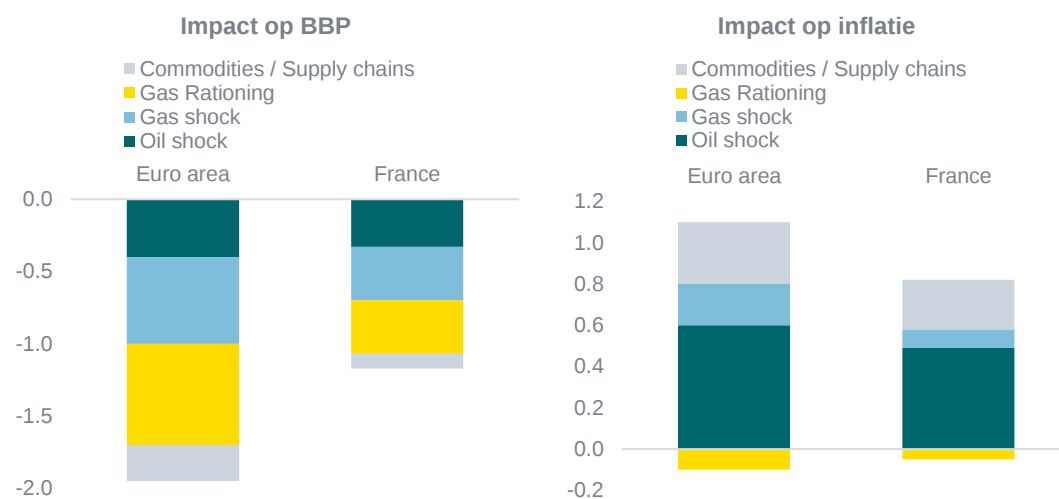
Bij verkiezingen in Frankrijk is koopkracht vaak het belangrijkste onderwerp. Door de Russische oorlog is deze factor in 2022 van nog groter belang. Sinds het begin van de Covid-19-epidemie is de inflatie toegenomen, en is door de stijgende energie, metaal- en landbouwprijzen ten gevolge van het conflict verder gestegen; dit is zowel voor huishoudens als voor bedrijven van belang. Europa en Frankrijk zijn zeer afhankelijk van Russisch olie en gas. De EU importeert respectievelijk

Bij verkiezingen in Frankrijk is koopkracht vaak het belangrijkste onderwerp

21% en 34% van zijn olie en gas uit Rusland. Frankrijk is hier iets minder aan blootgesteld doordat het respectievelijk slechts 13% en 17% van zijn olie en gas uit Rusland importeert.

Figuur 5: BBP en de inflatoire gevolgen van energie/grondstoffenschokken

Op basis van zijn energie-importen, is Frankrijk iets minder blootgesteld aan de oorlog (pp)



Bron: Quintet calculations, ECB, OECD, IMF, Goldman Sachs, Refinitiv

Hierdoor zou in Frankrijk de economische impact van de stijgende energieprijzen ten opzichte van de rest van het eurogebied kleiner kunnen zijn. Dit wordt ondersteund door onze berekening van de gevolgen van een oliekoers van USD 130/vat gedurende een jaar, een stijging van 50% van de gasprijs en een afname van 50% van de import van gas en van andere grondstoffen uit Rusland, en druk op de toeleveringsketens. Hierdoor zou voor Frankrijk het BBP over 2022 circa 1 procentpunt (pp) lager kunnen uitvallen, maar voor het eurogebied bijna tweemaal lager. De inflatie zou in het eurogebied met 1,0 procentpunt in kunnen stijgen en in Frankrijk in iets mindere mate (0,8 procentpunt). Niettemin lijkt een recessie, gezien de onderliggende sterke groeitrends, budgettaire expansie en een verruimingsgezinde ECB nog steeds onwaarschijnlijk.

Figuur 6: Belangrijkste beleidsvoorstellen van de kandidaten

Stijgende uitgaven aan de aanbodbank van de economie; nadruk op energie en defensie, hoewel de voorstellen variëren

	Belangrijkste aandachtsgedebden	Economie		Openbare financiën	Geopolitiek		Duurzaamheid/energie
		Groei	Werkgelegenheid		EU	Defensie	
Péresse	Veiligheid-Justitie-Immigratie	Verlaging vennootschapsbelasting, vereenvoudiging van procedures en vergunningen voor bedrijven	Afschaffing van de 35-urige werkweek, mogelijkheid om zelf de arbeidstijd te onderhandelen	Verlaging staatsschuld tot 100% BBP	Herziening van het stabiliteitspact en de 3%-grens voor het overheidstekort	Defensiebudget > 2% van het BBP	Onafhankelijkheid op het gebied van energy& landbouwproducten
Le Pen	Veiligheid en Immigratie	Oprichting van een staatsfonds en investeren van spaargeld in economische activiteiten	Ondersteuning van jongeren op de arbeidsmarkt en loonsverhogingen	Verlaging btw naar 5% op energieproducten en terugbetaling van de schuld	Franse wetgeving krijgt voorrang op Europese wetgeving, maar geen Frexit	Verhoging defensiebudget naar EUR 55 mld. (2,5% van het BBP)	Beëindiging en ontmanteling van windmolenparken + steun voor kernenergie, hydro-elektriciteit en waterstof
Macron	Sociale cohesie	Investeren in innovatie	Volledige werkgelegenheid, langer werken, terughalen van productie naar eigen land	Belastingverlagingen, afschaffing kijk- en luistergeld	Europa onafhankelijk op energiegebied, technologische en strategische autonomie	Defensiebudget = 2% van BBP, modernisering van het Franse leger (met inbegrip van cyberdefensie) en versterking Europese legers	Meer geld naar hernieuwbare energie, kernenergie en landbouw, nationalisering van elektriciteitsbedrijf EDF
Zemmour	Vervangingstheorie	Oprichting van een staatsfonds	Beperking relocatie van banen in dienstensector	Verhoging van lonen en kleine pensioenen, afschaffing kijk- en luistergeld, verlaging productiebelasting en een belastingverlaging voor kleine en middelgrote bedrijven	Nationale wetgeving voorrang op bestanden Europese wetgeving, controles van Franse grens	Verhoging defensiebudget naar EUR 70 mld. tegen 2030 (3% van het BBP)	Subsidiëring van kernenergie, stopzetting van alle toekomstige plannen voor windmolenparken
Mélenchon	Zesde republiek	Op het opstellen van indicatoren voor welzijn om economische doelstellingen af te stemmen op welzijnsdoelstellingen	Verlaging arbeidstijd, verlaging pensioengerechtigde leeftijd naar 60	Staatsschuld weghalen van financiële markten en belasting op transacties op financiële markten	Gebruikmaking van opt-out om Europese wetgeving te blokkeren	Onafhankelijkheid van de NAVO, Frankrijk onafhankelijker	100% hernieuwbaar: uitstap uit fossiele brandstoffen en kernenergie

Bron: Quintet, candidates' manifestos

In deze specifieke context verwachten we meerdere beleidsreacties om de negatieve gevolgen van de oorlog te verzachten (zie figuur 6). Ongeacht wie er president wordt, is enige vorm van budgettaire expansie waarschijnlijk (meer uitgaven en/of lagere belastingen). De huidige regering

Hernieuwbare energie zou ook kunnen profiteren

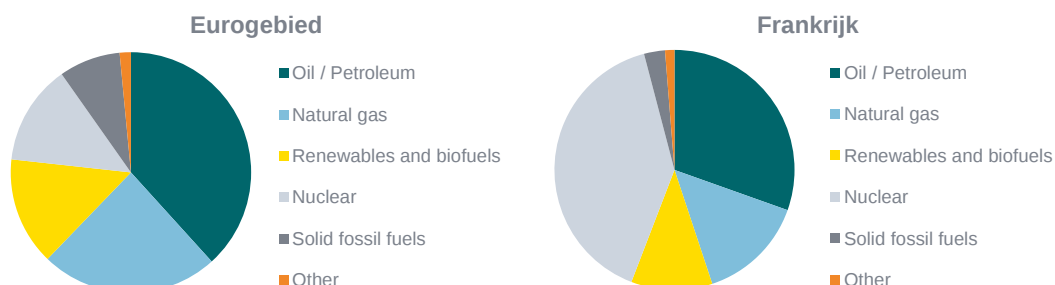
van premier Jean Castex heeft in maart een economisch en sociaal plan bekendgemaakt gericht op de sectoren en exportbedrijven die het zwaarst getroffen zijn. Maatregelen zijn onder meer een korting van EUR 0,15 per liter brandstof tussen 1 april en 31 juli; financiële hulp voor bedrijven met hoge olie- en gasrekeningen of waarvan deze meer dan 3% van de omzetbedragen; en steun voor specifieke sectoren als visserij, landbouw, bouw en transport.

Als het conflict aanhoudt, zullen er waarschijnlijk verdere maatregelen worden genomen. Niettemin heeft Macron gezegd dat hij, in vergelijking met de maatregelen tijdens de pandemie, de omvang van de stimuleringsmaatregelen zou beperken, toen Frankrijk een 'alles-wat-nodig-is'-beleid voerde om de economische gevolgen van Covid te beperken. Gelden uit het EU-herstelfonds worden nu ook uitbetaald. In het alternatieve scenario van een populistische overwinning, zou de budgettaire ondersteuning groter kunnen zijn.

Over een langere periode zouden oorlog tussen Rusland en Oekraïne de investeringen in de aanbodkant van de economie aanjagen, doordat landen overgaan tot de binnenlandse productie van hun consumptie. Frankrijk zou bij deze 'revolutie' het voortouw kunnen nemen in Europa. De nadruk zal waarschijnlijk op de energiesector komen te liggen, vanwege de urgentie om diversificatie te versnellen en de CO₂-uitstoot te verlagen. Het land heeft door zijn grote nucleaire sector al een zeer lage CO₂-uitstoot bij het opwekken van elektriciteit (circa 70% van de Franse energieproductie) maar is van plan om meer te doen. Enkele dagen voor het begin van de oorlog had Macron in het kader van de meest recente strategie om de CO₂-uitstoot te beperken een plan bekendgemaakt voor de bouw van in eerste instantie tenminste zes nucleaire reactoren en later mogelijk nog acht.

Figuur 7: Bruto beschikbare-energiebalans

Europa is afhankelijk van fossiele brandstof, Frankrijk van kernenergie (% van totaal)

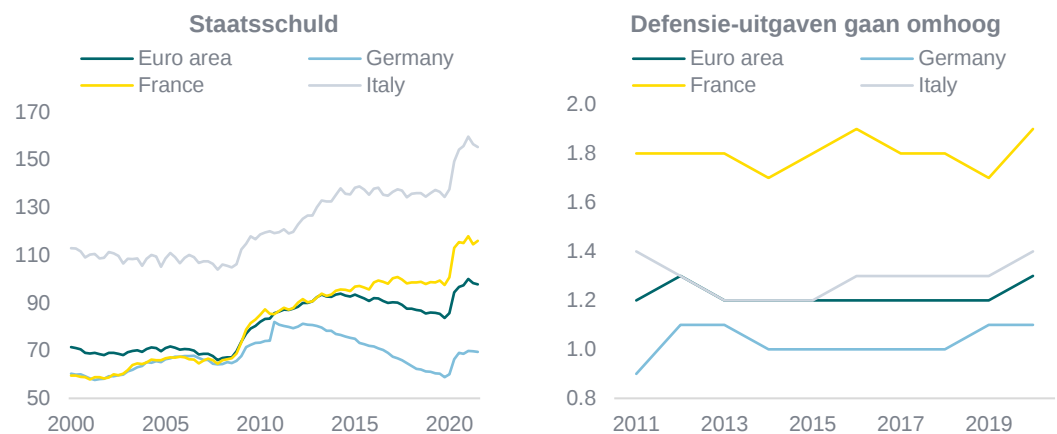


Bron: Quintet, Eurostat

Hernieuwbare energie zou hier ook van kunnen profiteren. Vermindering van het energieverbruik van het land en van de afhankelijkheid van fossiele brandstoffen, en het verhogen van de CO₂-vrije energieproductie is een strategie om tegen 2050 de netto-nul uitstootdoelstelling te bereiken. De investeringen van bedrijven die gespecialiseerd zijn in het efficiënter maken en moderniseren van bestaande reactoren, in hernieuwbare energie en in verbeterde en flexibele energienetwerken om het elektriciteitsaanbod veilig te stellen, zullen waarschijnlijk fors toenemen. Ondertussen is in de gezondheidszorg sinds de pandemie het terughalen van de productie naar eigen land in volle gang (relocatie van de productie van paracetamol vanwege de grote afhankelijkheid van China en India).

Figuur 8: Staatsschuld en defensiebegroting

Door een gezamenlijke defensiebegroting zou de Europese cohesie kunnen toenemen (% van BBP)



Bron: Quintet, Eurostat

De defensiesector zou hier ook wel bij varen en een middel zijn om de Europese cohesie te bevorderen. Een groot aantal lidstaten is van mening dat gedeelde lasten tot optimalisering van de uitgaven zal leiden. De Covid-crisis heeft het vooruitzicht van een grotere fiscale cohesie al dichterbij gebracht door de gezamenlijke obligatie uitgifte van het EU-herstelfonds (EUR 800 miljard). Door de Russische invasie van Oekraïne kan de integratie verder worden gestimuleerd. Maar de weg naar een fiscale unie is nog lang en hobbelig.

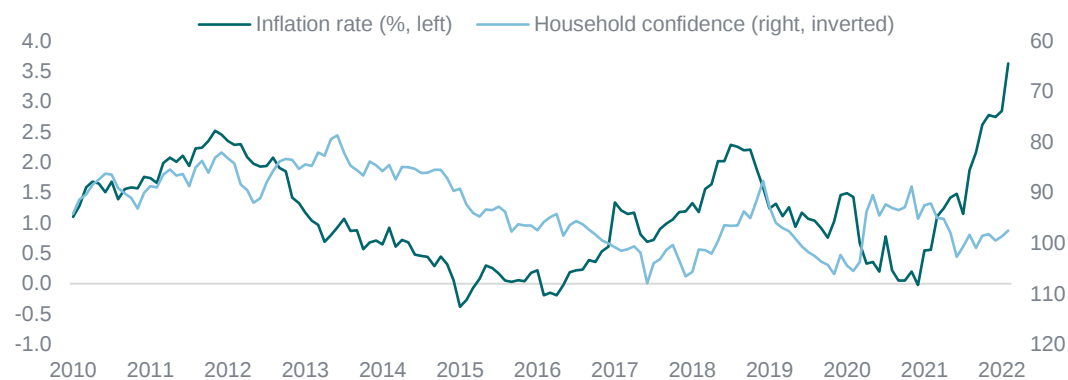
Circa 10% van de herstelfondsen zijn inmiddels uitgekeerd, wat betekent dat geld gebruikt kan worden om de negatieve effecten van de oorlog aan te pakken. Gecoördineerde actie blijft onzeker doordat lidstaten verdeeld zijn over de meest effectieve mogelijkheden om de stijgende energieprijzen te lijf te gaan. Hoewel de noordelijke landen over het algemeen terughoudend zijn over het verhogen van de schuld, hebben alle lidstaten ermee ingestemd om de defensie-uitgaven te verhogen (zo heeft Duitsland toegezegd meer dan 2% van het BBP te gaan uitgeven; in 2020 was dit 1,1%). In Frankrijk willen alle kandidaten, behalve Mélenchon, de defensie-uitgaven met 2% of meer van het BBP verhogen (1,9% van het BBP in 2020). Wellicht kan er op een dag een Europees leger worden opgericht dat gezamenlijk wordt gefinancierd.

In ieder geval zou gezamenlijke uitgifte van obligaties voor energie-of defensiedoeleinden, een krachtig signaal kunnen zijn van Europese cohesie, maar door Europese effecten een goed alternatief worden voor Amerikaanse staatsleningen als wereldwijde reserveactiva, wat gunstig zou zijn voor de euro. De risicopremies van perifere landen, die over het algemeen verruimen wanneer de risicomijdendheid toeneemt, zijn sinds het begin van de oorlog vrij stabiel gebleven, wat het weerstandsvermogen van de EU benadrukt.

De Covid-crisis heeft de mogelijkheid van een grotere fiscale cohesie door de gezamenlijke obligatie-uitgifte van het EU-herstelfonds al dichterbij gebracht. Door de Russische invasie van Oekraïne kan de integratie verder worden gestimuleerd.

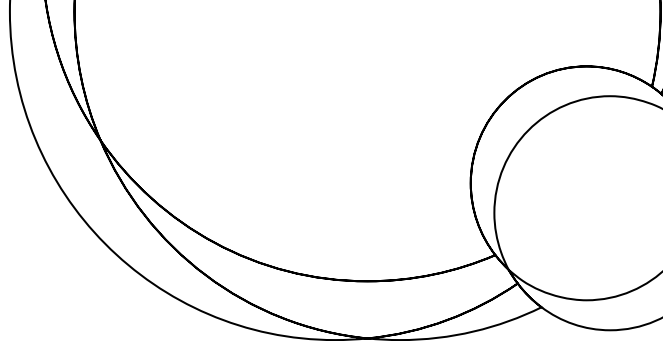
Figuur 9: Consumentenvertrouwen en inflatie

Vormen hoge transitiekosten een drempel voor beleidsmakers?



Bron: Quintet, Eurostat

Ten slotte verwachten we dat de bijdrage aan de groei van overheden en particuliere investeringen de komende jaren zal stijgen tot boven de niveaus van voor de pandemie. De transitiekosten zouden met een inflatie boven de pre-Covid-niveaus echter hoog kunnen zijn, wat een neerwaarts risico vormt voor beleidsbesluiten, totdat de doelstellingen zijn bereikt. De maatschappelijke ontevredenheid zou op een gegeven moment weer kunnen toenemen, zoals tijdens de protesten van de gele hesjes, maar de nieuwe regering zou de impact via meer steunmaatregelen kunnen beperken.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), en Quintet Luxembourg (Luxemburg). Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocationdeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (28 maart 2022) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Alle rechten voorbehouden.