

## Elezioni francesi: rischio Le Pen

*A cura di: Ilaria Spinelli e Silvana Vergara*

Le **elezioni presidenziali francesi**, che si terranno il 23 aprile, per il primo turno, ed il 7 maggio per il ballottaggio, **rappresentano un rischio politico importante** a cui il mercato sta guardando con sempre maggiore nervosismo, viste le sorprese dello scorso anno (Trump, Brexit).

Una parte dell'elettorato si sta spostando verso istanze populiste, anti-globalizzazione e anti-establishment un po' ovunque e questo potrebbe significare che Marine Le Pen, candidata per il partito populista di estrema destra "Front National" (FN) e indicata dai sondaggi in vantaggio al primo turno con un 25% dei voti, riesca a vincere a sorpresa anche al secondo e diventi il nuovo presidente della Francia.

La seconda economia dell'Area euro potrebbe così correre il rischio di essere guidata da un presidente che vuole indire un **referendum per l'uscita dall'Unione Europea** (e, di conseguenza, dall'euro), secondo quanto dichiarato dalla stessa Le Pen presentando il proprio programma elettorale pochi giorni fa. La stessa possibilità che la Le Pen possa arrivare al secondo turno riporterebbe prepotentemente in primo piano il rischio di **break-up dell'euro** e complicherebbe ulteriormente il funzionamento delle istituzioni comunitarie. Al momento i sondaggi, sebbene diano la Le Pen vincitrice al primo turno, la danno perdente al secondo turno contro i due candidati moderati potenziali sfidanti, con un margine sufficientemente ampio. L'esperienza passata insegna però che, mancando ancora molto tempo alle elezioni, queste **condizioni possono cambiare**.

Comunque, anche nell'ipotesi che Marine Le Pen diventi il nuovo presidente, è molto probabile che debba **"coabitare" forzatamente** con un primo ministro non espresso dal suo partito (poiché il FN è molto lontano dal poter conquistare la maggioranza parlamentare), il che ne limiterebbe di molto i poteri. Inoltre, secondo i costituzionalisti francesi, per indire un referendum per uscire dall'euro sarebbe necessario modificare la costituzione e questo richiederebbe il controllo di entrambe le camere del Parlamento (Assemblea Nazionale e Senato), una condizione che al momento appare veramente improbabile.

### Chi sono i principali candidati

La novità di questa tornata elettorale è che, diversamente dal solito, le preferenze degli elettori si disperdono e ci sono almeno altri quattro candidati, oltre la Le Pen, che hanno una chance di passare al secondo turno, rendendo l'esito finale insolitamente aperto. I principali candidati in lizza sono (in ordine di gradimento secondo i sondaggi):



**Marine Le Pen** (48 anni), si presenta con un programma populista ed anti-europeista decisamente aggressivo: oltre a voler portare la Francia fuori dall'euro e dalla NATO, vuole imporre misure protezionistiche ed eliminare l'indipendenza della banca centrale. Ciò detto, la Le Pen non è un *outsider* per la politica francese: il suo partito ed il suo programma sono stati testati dal sistema elettorale francese anche in precedenza, non da ultimo nel dicembre del 2015 alle elezioni regionali, dove il candidato del FN è sempre stato battuto al secondo turno, in ogni regione in cui aveva passato il primo turno (e dopo un anno costellato di attentati terroristici in Francia, l'ultimo, al Bataclan, proprio nel mese precedente le elezioni). Nell'attuale parlamento eletto nel 2012, il FN è rappresentato da soli due deputati.



**Emmanuel Macron** (39 anni), ex ministro dell'economia del governo socialista di Valls, si presenta da indipendentista dopo la rottura con il partito socialista. E' la novità di queste elezioni, presenta un programma pro-mercato, ma anche controcorrente, a favore del rilancio del progetto di integrazione europea. I sondaggi lo danno al 20% e potrebbe sfruttare bene il "vuoto al centro" creato dal fatto che Fillon (il candidato dei Repubblicani, come vedremo tra poco) ha un programma molto più "aggressivo" di destra. Possono però giocare a suo sfavore la giovane età e il fatto di non avere alle spalle un partito forte a supporto.



**François Fillon** (63 anni), per il partito di centro-destra "Le Républicains", già primo ministro durante la presidenza Sarkozy. Il candidato conservatore presenta un programma fortemente liberale che potrebbe concretamente rilanciare l'economia francese (deregolamentazione del mercato del lavoro, riduzione delle tasse, della spesa pubblica corrente, del numero degli impiegati pubblici...). Fino a qualche settimana fa era dato per favorito alla presidenza, poi a metà gennaio è stato travolto da uno scandalo per l'utilizzo improprio di fondi pubblici a favore dei famigliari, che gli ha fatto perdere quasi dieci punti nei sondaggi, che lo situano ora al 19% al primo turno. Ha un profilo che piace all'elettorato conservatore (la maggioranza dei francesi si dichiara tale), ma oltre allo scandalo può danneggiarlo il suo stesso programma, troppo "thatcheriano" e "liberale" per un paese come la Francia.



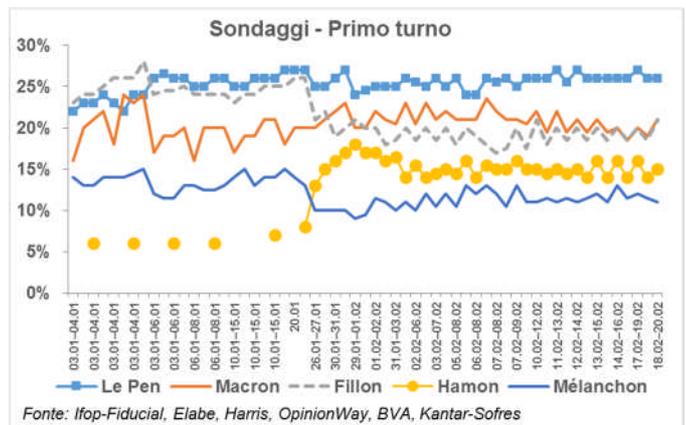
**Benoît Hamon** (50 anni), è il candidato ufficiale del partito socialista, avendo vinto le primarie a gennaio, ma esprime le istanze della parte più estrema e a sinistra del partito socialista, con proposte quali l'aumento del salario minimo, la riduzione ulteriore della settimana lavorativa a 32 ore, fino all'introduzione di un salario minimo universale. I sondaggi lo danno al 15%. Il suo programma è troppo estremo per trovare appeal presso l'elettorato di centro, ma anche presso la sinistra liberale (che infatti si è spostata su Macron).



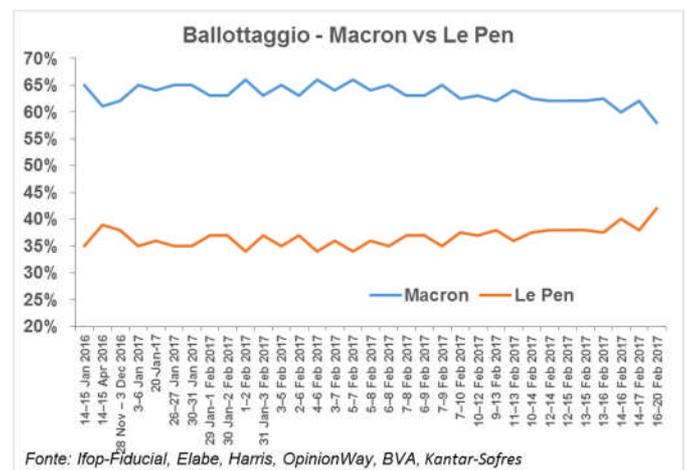
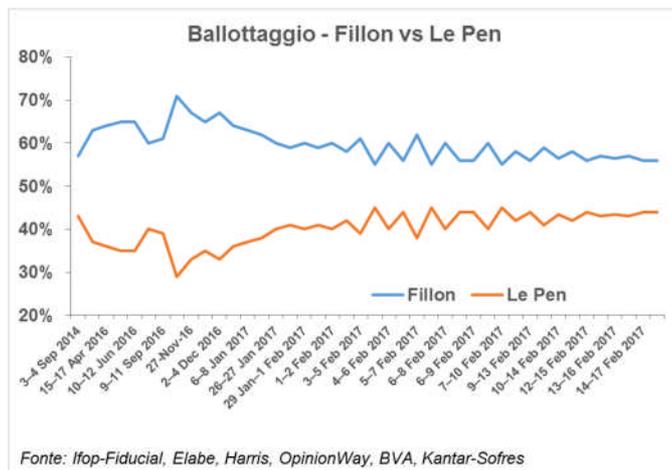
**Jan-Luc Mélenchon** (66 anni), esponente del Partito di Sinistra (*Front de gauche* che ha fondato nel 2008), rappresenta le istanze della sinistra movimentista, ecologista, anti-europeista (rifiuta i trattati di libero scambio). Non ha chiaramente un programma in grado di portarlo al secondo turno, ma i sondaggi lo danno comunque al 10%. Se si ritirasse e decidesse di sostenere Hamon, potrebbe aumentare la probabilità che al secondo turno la Le Pen non affronti un candidato di centro (Macron o Fillon), ma un candidato socialista con un programma particolarmente estremista, un esito sicuramente molto preoccupante per i mercati.

## Cosa dicono i sondaggi

Marine Le Pen è in testa ai sondaggi del primo turno con un solido e stabile 25% dei voti. Seguono Macron e Fillon, poi Hamon e Melanchon. Il superamento al primo turno della Le Pen è quindi scontato e non rappresenterebbe una sorpresa. L'esito finale vedrebbe dunque un confronto al secondo turno tra Le Pen vs Macron, oppure Le Pen vs Fillon. I sondaggi dicono che la Le Pen verrebbe sconfitta con un buon margine contro Macron (60% contro 40%). Contro Fillon il margine si è deteriorato recentemente a causa dello scandalo che l'ha travolto ed è al 12%. In entrambi i casi è un divario decisamente inferiore a quello che contrappose suo padre (Jean-Marie) a Chirac nelle elezioni del 2002 (82% contro 18%). Inoltre, manca ovviamente ancora tempo al 23 aprile e la situazione potrebbe cambiare.



Le sorprese politiche del 2016 hanno insegnato che i sondaggi non sono sempre affidabili. Potrebbero sottostimare il gradimento della Le Pen per l'“Imbarazzo” ad esprimere un voto a favore del FN? Ci sembra difficile: il partito è sulla scena politica da molti anni e la Le Pen ha lavorato molto per cercare di renderlo più “presentabile”. Va inoltre considerato che la partecipazione dei cittadini francesi alle elezioni presidenziali è sempre stata storicamente molto forte, all'80% (fin dal 1965), non solo al primo ma anche al secondo turno. Questo consente di eliminare il problema di correggere per l'effettiva disponibilità dell'elettore a presentarsi al voto (che ha creato difficoltà nel caso di Brexit). Se la partecipazione si mantenesse così alta, la Le Pen per vincere avrebbe bisogno di raddoppiare il suo numero di voti tradizionali (passando da 8 milioni a 16/18 milioni), il che sembra veramente molto arduo nel giro di così breve tempo, per una candidata che tutto sommato non rappresenta una “novità” per la scena politica francese.



Le sorprese politiche del 2016 hanno insegnato che i sondaggi non sono sempre affidabili. Potrebbero sottostimare il gradimento della Le Pen per l'“Imbarazzo” ad esprimere un voto a favore del FN? Ci sembra difficile: il partito è sulla scena politica da molti anni e la Le Pen ha lavorato molto per cercare di renderlo più “presentabile”. Va inoltre considerato che la partecipazione dei cittadini francesi alle elezioni presidenziali è sempre stata storicamente molto forte, all'80% (fin dal 1965), non solo al primo ma anche al secondo turno. Questo consente di eliminare il problema di correggere per l'effettiva disponibilità

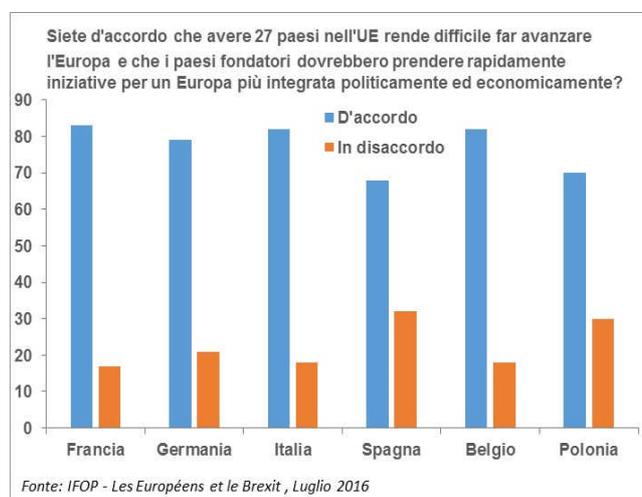
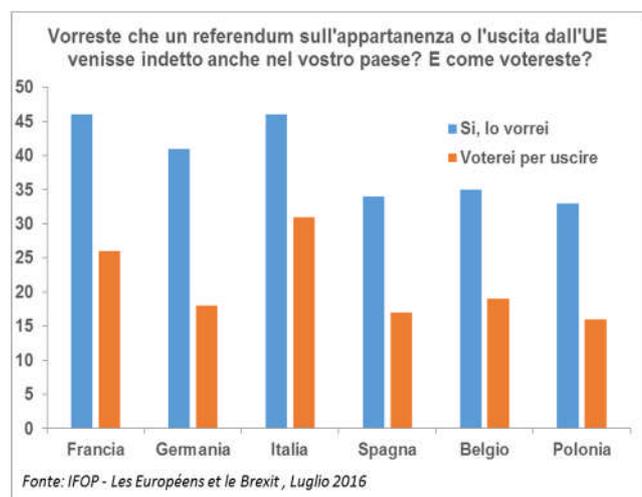
dell'elettore a presentarsi al voto (che ha creato difficoltà nel caso di Brexit). Se la partecipazione si mantenesse così alta, la Le Pen per vincere avrebbe bisogno di raddoppiare il suo numero di voti tradizionali (passando da 8 milioni a 16/18 milioni), il che sembra veramente molto arduo nel giro di così breve tempo, per una candidata che tutto sommato non rappresenta una "novità" per la scena politica francese.

### **Se anche vincesse, la Le Pen dovrebbe però molto probabilmente "coabitare" e i suoi poteri sarebbero ridotti**

Nell'eventualità che la Le Pen vinca la presidenza, appare molto improbabile però che il FN possa anche avere la maggioranza in Parlamento dopo le elezioni di giugno, almeno facendo affidamento sull'esperienza storica, che ha visto finora sempre prevalere l'alleanza tra gli altri partiti al secondo turno per escludere il candidato del FN (il cosiddetto "fronte repubblicano", "Front Républicain"). I sondaggi dicono che il FN potrebbe senz'altro ottenere il migliore risultato della sua storia, con un numero di seggi tra 60 e 70, ma ne sono necessari 290 per la maggioranza semplice all'Assemblea Nazionale. Ancora più difficile è che possa ottenere la maggioranza del Senato (le cui elezioni si terranno a settembre di quest'anno), poiché solo metà dei senatori è sottoposto a rinnovo ogni tre anni. La Le Pen dovrebbe dunque "coabitare" con un primo ministro espressione del partito di maggioranza relativa e in questo caso i poteri del presidente della repubblica sono molto più limitati.

### **Il referendum per uscire dall'UE**

La Francia ha inserito in un articolo della propria Costituzione l'appartenenza all'Unione Europea. Pertanto, per indire un referendum per uscire dall'UE è necessario modificare la costituzione utilizzando le procedure previste dal referendum costituzionale. Queste richiedono che, prima di interpellare i cittadini, le due camere a maggioranza semplice e in seduta congiunta approvino lo stesso testo legislativo di modifica costituzionale. Per la Le Pen sarebbe pertanto impossibile seguire questa strada (visto che è molto difficile che abbia la maggioranza all'Assemblea nazionale ed è praticamente impossibile che controlli anche il Senato, come visto sopra). La Le Pen però potrebbe fare come De Gaulle nel 1962, ovvero infrangere le procedure ed utilizzare un semplice referendum legislativo, che non ha bisogno di passare attraverso un voto del parlamento. Questa strada non sarebbe legalmente valida, ma non si può escludere che la Le Pen tenterebbe comunque di percorrerla, producendo grande confusione e tensione nelle istituzioni francesi ed europee. Comunque, se anche i cittadini francesi venissero interpellati, non è detto che votino necessariamente per uscire dall'UE: la popolazione francese è da sempre più europeista di quella britannica e dopo Brexit il favore verso la moneta unica è anzi aumentato.



## LE ELEZIONI FRANCESI DALLA PROSPETTIVA DEI MERCATI FINANZIARI

### Cosa sta avvenendo allo spread OAT-Bund?

Con l'esperienza recente dell'esito referendario britannico e del risultato elettorale statunitense, i mercati sembrano voler arrivare meno impreparati alle elezioni francesi, delle quali, a guardare soprattutto lo spread francese verso la Germania, hanno cominciato a preoccuparsi con circa 3 mesi di anticipo.

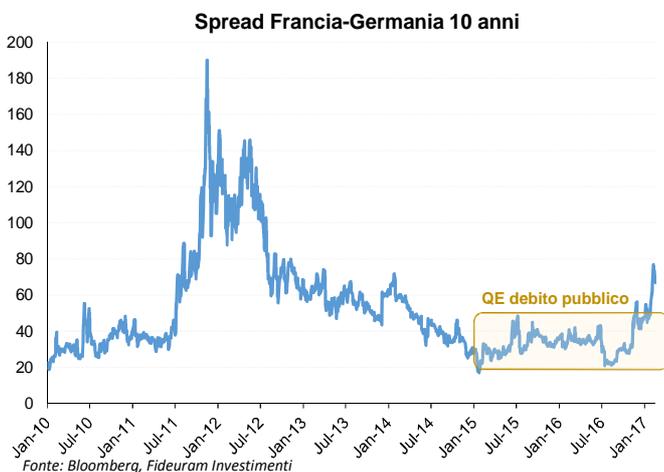
Volendo scomporre gli elementi che esercitano azione sui tassi di interesse intra-EMU, si evidenzia che si sta attenuando la forza di convergenza esercitata dalla BCE, rispetto al rischio di credito soprattutto quando è di matrice politica e legato alla stabilità dell'impalcatura europea. Ciò si innesta in un contesto generale di riadeguamento ai fondamentali dei tassi di interesse, negli anni passati artificialmente compressi dalle Banche Centrali

**Il movimento degli spread OAT-Bund da metà gennaio e in particolare negli ultimi giorni sta riflettendo la forte incertezza per l'esito elettorale**, dal momento che dei dieci candidati (la lista definitiva sarà nota il 20 marzo) circa la metà viene considerata nei sondaggi tra il primo e secondo turno e il candidato più gradito ai mercati sta affrontando uno scandalo. A questa si stanno associando **i timori legati ad un risultato a favore della candidata antieuropeista che stanno rievocando rischi di ridenominazione valutaria, considerazioni di diverse velocità all'interno dell'Area Euro, etc.**

La vittoria di M. Le Pen al secondo turno viene esclusa sia nei confronti di Fillon che di Macron con buone probabilità, ma lontane dai risultati schiacciati della competizione tra Chirac e Le Pen padre. Rimane pertanto un'opzione aperta, soprattutto nelle considerazioni degli investitori stranieri.

### Qual è il potenziale di ulteriore ampliamento o restringimento in base al risultato elettorale?

**Guardando agli spread in ottica storica, l'attuale allargamento è significativo per il periodo recente** in cui ha prevalso l'azione calmieratrice della BCE, **ma non elevato come negli altri episodi di instabilità**



**politica di altri paesi fondatori** durante la crisi del debito sovrano.

Queste evidenze consentono di estrarre delle linee guida o degli scenari probabilistici nelle more elettorali, ma potrebbero risultare incompleti se non fuorvianti nel definire uno scenario di medio termine.

È plausibile infatti attendersi una reazione emotiva che spingerà oltre i massimi lo spread della Francia in caso di vittoria di M. le Pen o guiderà verso un recupero nello scenario favorito dai mercati (Fillon/Macron), con un possibile rientro dello spread verso i livelli fair da noi stimati in area 30 pb.

Riteniamo tuttavia che anche nelle ipotesi più gradite al mercato (Fillon/Macron), oltre all'impatto dei rispettivi programmi su crescita, produttività e deficit dei loro programmi sul versante francese sarà importante valutare il contesto di riferimento. In primavera infatti l'inflazione sarà in prossimità dell'obiettivo della BCE, sarà appena cominciata la riduzione di acquisti nell'ambito del QE e vi potrebbe essere l'intersezione con la procedura Brexit.

La considerazione di tutti gli elementi ci spinge a proiettare livelli assoluti dei tassi non tanto lontani da quelli che stiamo osservando.

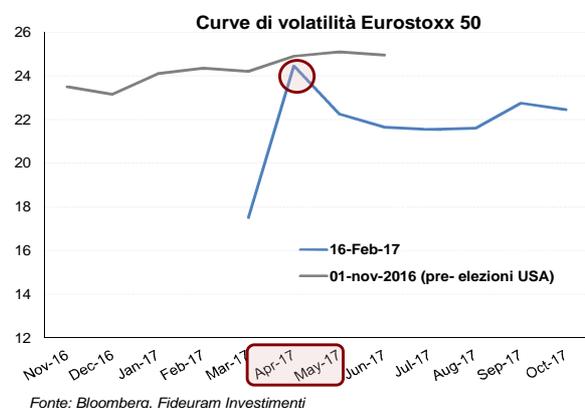
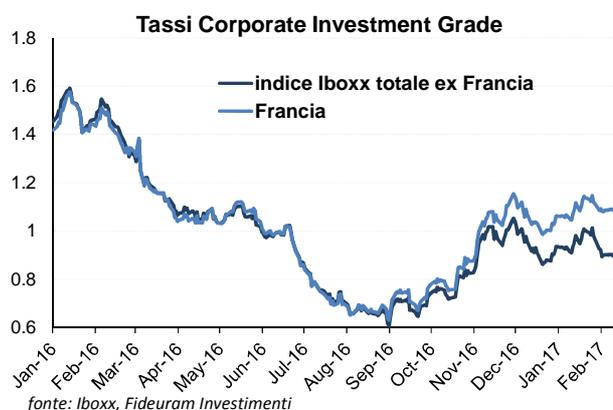
Nell'ipotesi di vittoria di M. Le Pen gli scenari che si aprono sono molteplici e corrispondono a differenti intensità e ad una diversa durata dell'allargamento dello spread. In primo luogo sarà da valutare la fattibilità e il grado di legalità del referendum per sganciarsi dall'Unione Monetaria. In tal senso acquista rilevanza anche il risultato delle elezioni parlamentari del'11-18 (seguite in settembre da quelle del rinnovo del Senato), da cui potrebbe derivare una coabitazione forzata di indirizzi politici che aggiungerebbe incertezza e complessità se non ingovernabilità.

Nel caso di referendum, anche solo a valenza consultiva (sulla falsariga di quelli del 1962 e 1969, ratificati solo successivamente), non è inoltre scontato che i francesi si esprimano a favore dell'abbandono.

Indubbiamente un tale epilogo apre una nuova fase per l'UME nel complesso, con la necessità di una nuova struttura di regole che sarebbero forzate dalla reintroduzione dei premi per il rischio da parte del mercato. Si tratterebbe pertanto di un evento senza paragoni storici: i precedenti casi di tensione quali le ricorrenti crisi greche o quelle legate all'instabilità politica in Italia e Spagna sono avvenuti in un quadro di difficoltà economica e finanziaria e avevano natura anti-austerità piuttosto che anti-euro.

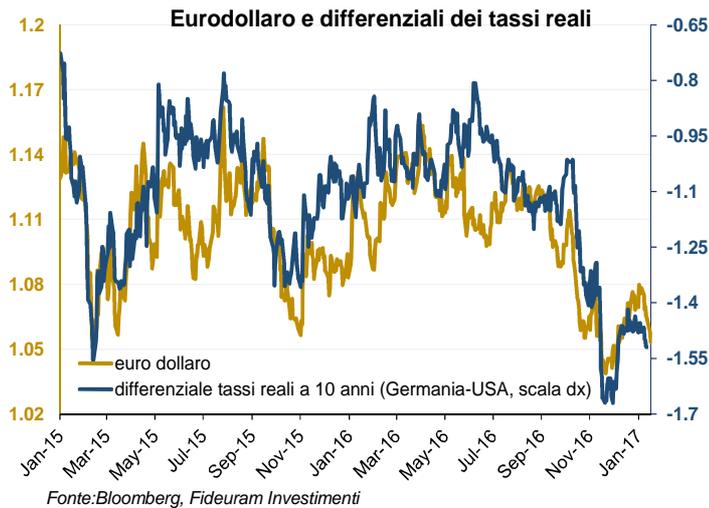
## Quali sono i canali di propagazione dei rischi sia in Francia che in altri paesi?

Il canale di contagio più immediato è rappresentato dagli **spread dei paesi periferici**, che già **cominciano a esprimere – soprattutto nel più fragile contesto italiano – una trasmissione del rischio**, che potrebbe rilevarsi non contingente nel caso in cui i sondaggi restringessero il vantaggio degli altri candidati rispetto alla Le Pen o segnalassero - sviluppo al momento meno probabile - una virata verso la sinistra più estremista.



Passando alle altre asset class, **nel comparto del credito, il segmento che potrebbe risultare più influenzato è quello *investment grade*, dove il peso delle emissioni francesi si attesta al 21%-22%** (quasi esclusivamente di natura non finanziaria). Al momento si osserva l'emergere del rischio politico, ma con un impatto più composto di quello sui titoli governativi: ciò sembra riflettere il cambiamento di regime nella percezione del rischio paese nei titoli di Stato a fronte della maggiore diluizione nel comparto societario (credito e, come si vedrà, azionario) per effetto dell'esposizione globale delle aziende rappresentate.

Nel mercato azionario francese si osserva una moderata sotto-performance della Francia a fronte di una **crecente tendenza a proteggersi dalla volatilità dell'evento**, in un contesto comunque di non eccessivo nervosismo: la curva di volatilità dell'Eurostoxx mostra un picco in aprile-maggio e si osserva un inusuale premio della volatilità del Cac 40 rispetto a quella dell'indice europeo. **Guardando ai livelli di rischiosità espressi nei livelli di volatilità e negli indicatori di rischio, che stazionano su valori bassi, si evince che al momento la portata del fenomeno è quasi esclusivamente europea.**



Il **mercato valutario** appare al momento **attendista**, lasciandosi guidare dai differenziali dei tassi reali. Le molteplici combinazioni che possono provenire dai risultati delle elezioni presidenziali e quelle parlamentari (compreso il rinnovo parziale del Senato) generano infatti forze contrapposte, intrecciandosi anche con l'avvio della campagna elettorale in Germania, in cui sta acquistando consenso l'europeista M. Shulz e la precedente scadenza del 15 marzo nei Paesi Bassi.

Elaborazione Fideuram Investimenti.

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Comunicazione e Supporto Commerciale**

**e-mail: FIComunicazione@fideuramsgr.it**

**Fideuram Investimenti SGR**

Il presente documento ha natura meramente informativa, non ha contenuto pubblicitario o promozionale, e non contiene raccomandazioni, proposte, consigli ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né costituisce un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma. Le informazioni, di cui al presente documento, vengono aggiornate periodicamente e sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che Fideuram Investimenti SGR S.p.A. possa tuttavia garantirne in assoluto la veridicità e la completezza. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non costituiscono in alcun modo un indicatore dei risultati o di qualsiasi altro evento futuro. Fideuram Investimenti SGR S.p.A. si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi riprodotte.