

# Trekt Frankrijk Europa een nieuwe schulden crisis in?

Juni 2024

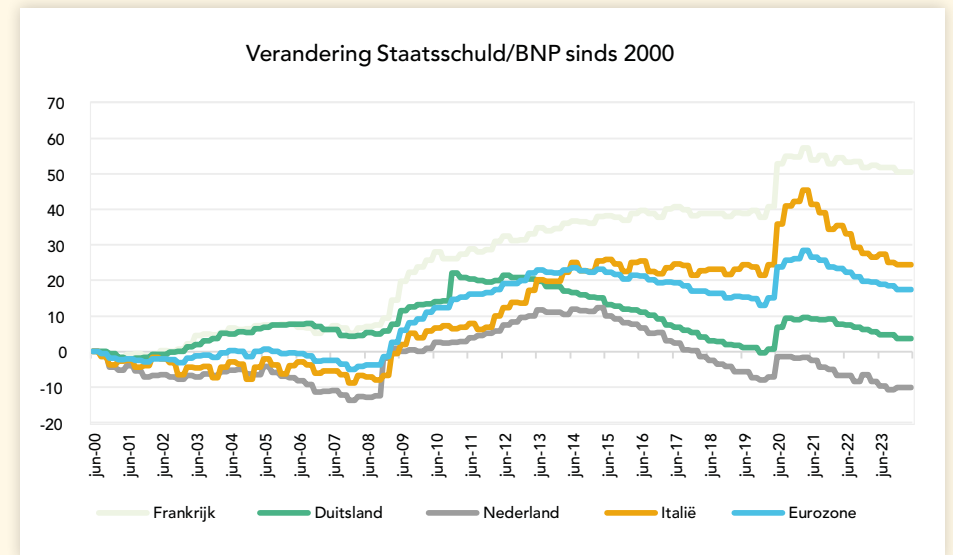
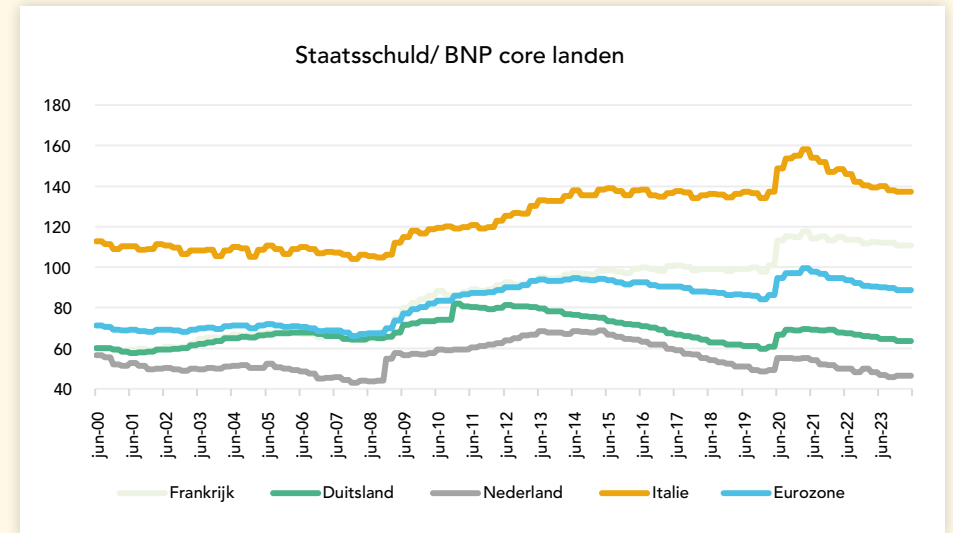
## Inleiding

In Frankrijk werden nieuwe parlementaire verkiezingen uitgeroepen na een groot verlies van de partij van president Macron in de Europese verkiezingen. Potentiële winst van het rechts-radical blok van Le Pen in de parlamentsverkiezingen zorgt voor meer onzekerheid over de toekomst van de EU in zijn geheel, en zeker ook de schuldontwikkeling van Frankrijk. De risico-opslag voor Frankrijk nam hierop toe, maar ook de risico-opslag voor landen als Italië en België werd mee omhoog getrokken. De vraag luidt dan ook of we aan de vooravond staan van een nieuwe schuldencrisis, ingeluid door het slecht presterende Frankrijk. Om deze vraag te beantwoorden kijken we naar de onderliggende factoren: de schuldpositie van Frankrijk en de eurozone en oorzaken van de recente volatiliteit in de markt.



## Schuldpositie Frankrijk en de eurozone

Door de financiële crisis die eind 2009 uitbrak liep voor een flink aantal landen de staatsschuld op. Dit gold vooral voor de perifere landen, maar ook voor Frankrijk. De meeste perifere landen, zoals Griekenland, Portugal, Cyprus en Spanje, verbeterden door onder andere hervormingen hun fiscale positie terwijl AAA-landen als Nederland en Duitsland een alleszins acceptabele staatsschuld behielden. Landen als België en Italië verslechterden en bleven kwetsbaar, maar de verslechtering van Frankrijk was het meest opmerkelijk. Frankrijk was voor de financiële crisis een solide hoog-kredietwaardig AAA-land, net als Duitsland en Nederland, maar inmiddels is Frankrijk een zwak AA-land. Qua schuld zit Frankrijk inmiddels op hetzelfde niveau als A-land Spanje, en heeft het de grootst mogelijke moeite om de begroting weer op orde te krijgen. Voor de eurozone als geheel is de staatsschuld als % van het Bruto Nationaal Product (BNP) van 88% nog te overzien afgezet tegen andere grote valutablokken zoals de VS (122%) en het VK (97%). De schuldencrisis heeft echter geleerd dat de prestaties van individuele landen er toe doen. Vooralsnog is er geen direct vooruitzicht op de vorming van een Europese fiscale unie waardoor de markt met een kritische blik naar individuele landen blijft kijken.



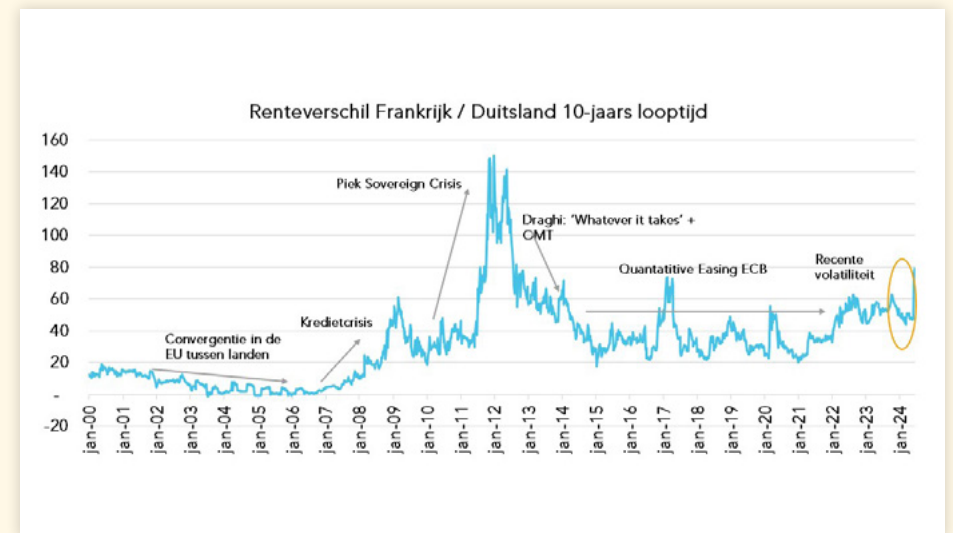
## Recente volatiliteit in de markt

De risico-opslag voor Frankrijk liep de afgelopen weken hard op. Frankrijk bevindt zich in hernieuwde negatieve belangstelling nadat Macron onverwachts nieuwe Franse parlementsverkiezingen uitschreef, te houden op 30 juni en 7 juli. Macron kwam tot dit besluit door de zware nederlaag die hij had geleden in de Europese verkiezingen. De kans is groot dat het radicaal-rechtse blok van Le Pen gaat winnen. Gevreesd wordt dat bij een absolute meerderheid Le Pen de fiscale discipline verder laat varen en ook de steun aan het Europese project verder afbrokkelt. De aankondigingen van de verkiezingen veroorzaakten hierdoor verkoopdruk op Frankrijk.

De Franse risico-opslag is nu het hoogste sinds de schuldencrisis en is op een vergelijkbaar niveau gekomen met Spanje. Frankrijk heeft de risico-opslag voor Spanje en vooral Italië gedeeltelijk mee omhoog opgetrokken. De Italiaanse risico-opslag bewoog opwaarts in lijn met Frankrijk, maar was rondom de meest recente Italiaanse verkiezingen nog hoger. Voor solide AAA-landen, zoals Nederland, is het effect beperkt geweest.

De vraag is nu of de risico-opslag voor Frankrijk verder kan oplopen en of zij andere landen mee kan sleuren. Bepalende factoren hiervoor zijn:

- De vraag-/aanbodverhouding op de markt
- Beheersbaarheid van het begrotingstekort en de staatsschuld
- Uitkomst van de Franse verkiezingen

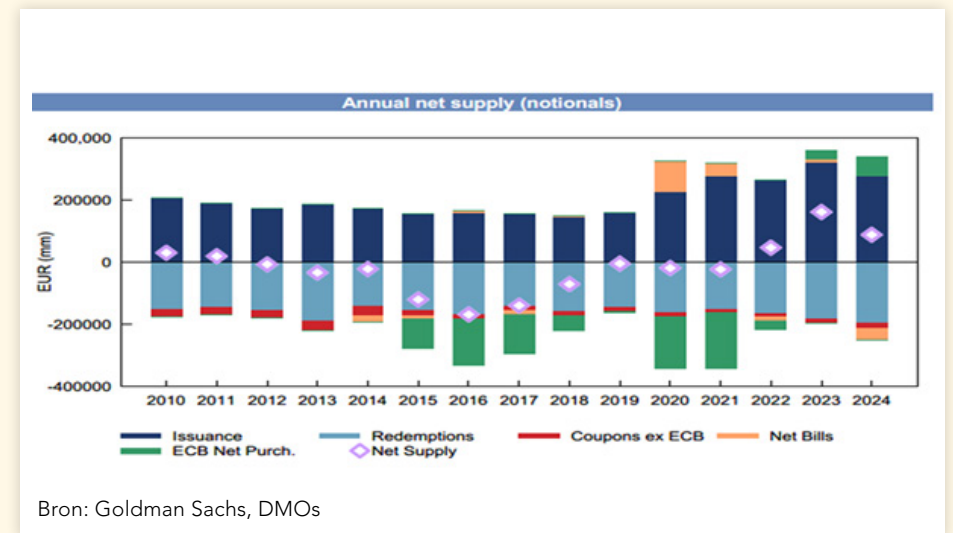


## A. De vraag- /aanbodverhouding op de markt

De ontwikkeling van de vraag-aanbodverhouding voor de Europese landen laat zich goed vangen door onderstaand plaatje. We zien hier het netto aanbod van staatsobligaties, geschoond voor het opkoopprogramma van de ECB in het laatste decennium.

Het plaatje geeft goed weer dat de netto te financieren schulden, 'net supply', door landen via de financiële markten groter zijn dan ooit. Dit komt vooral doordat de uitgifte van nieuwe schuld de aflossingen in steeds grotere mate overstijgt ('issuance' - 'redemptions'), terwijl tegelijkertijd de ECB van netto opkoper is geworden tot netto verkoper. In 2023 en ook de eerste maanden van 2024 werd deze 'net supply' nog prima opgevangen door consumenten en buitenlandse investeerders. Voor hen geldt echter dat zij gevoelig zijn voor het extra rendement dat zij kunnen binnenhalen ten opzichte van het te lopen risico. Buitenlandse investeerders zijn meer geïnteresseerd in het hogere kredietwaardige schuld papier terwijl consumenten vooral de vergelijking met spaarrentes maken. Frankrijk kent een relatief grote afhankelijkheid van buitenlandse investeerders, waardoor de prijs van Franse obligaties relatief volatiel kan zijn en het behoud van een hoge kredietwaardigheid extra belangrijk wordt.

Alle landen hebben te maken met deze veranderde vraag-aanbod verhouding, wat naast Frankrijk dus ook andere landen kwetsbaar maakt als het sentiment van consumenten en buitenlandse investeerders verslechtert. Een eventuele verdere verslechtering op termijn van de kredietwaardigheid van Frankrijk kan daardoor ook gevolgen gaan hebben voor de allocatie naar Frans schuld papier, maar ook voor naar de overige, met name perifere, landen.



Bron: Goldman Sachs, DMOs

Om dit risico te beteugelen heeft de ECB in 2022 een nieuw beleidsinstrument aangekondigd, namelijk het Transmission Protection Instrument (TPI). Hierbij kunnen obligaties worden opgekocht van een specifiek land indien de risico-opslagen oplopen zonder dat het betreffende land blaam treft. Het door de ECB potentieel in kunnen zetten van TPI heeft een stimulerende werking voor de markt om als koper weer in te stappen na enige verzwakking en de preventieve werking hiervan heeft er mede voor gezorgd dat het TPI nog nooit is ingezet.

## **B. Beheersbaarheid van het begrotingstekort en de staatsschuld**

Frankrijk heeft al langere tijd moeite om de begroting en staatsschuld op orde te krijgen. Volgens de huidige verwachtingen verslechtert de situatie voor Frankrijk de komende paar jaar alvorens een licht herstel wordt gezien. Het gebrekkige vermogen om de begroting en de staatsschuld onder controle te brengen baart echter zorgen. Reden voor de Europese Commissie om het voornemen te hebben een excessieve tekortenprocedure tegen Frankrijk op te starten. Deze procedure moet, naast daadwerkelijke maatregelen, zeker ook de markt houvast geven ten aanzien van te verwachten verbeteringen. Risico's voor de begroting zijn de fragiele economische omgeving en het gebrek aan hervormingsdrang binnen Frankrijk waardoor schulden al jarenlang stijgen.

## **C. Uitkomst van de Franse verkiezingen**

Er bestaan zorgen over de gevolgen van de uitkomst van de Franse verkiezingen, maar de soep wordt op korte termijn wellicht niet zo heet gegeten. Ten eerste is de verwachting dat geen van de partijen een absolute meerderheid zal krijgen en de winnaar met andere partijen zal moeten samenwerken om beleid goedgekeurd te krijgen. Ten tweede zal de excessieve tekortenprocedure vanuit de EU leiden tot verscherpt toezicht op het begrotingsbeleid waar een disciplinerende werking van uit zal gaan. Ten derde heeft Macron aangegeven ongeacht de uitslag aan te blijven als president. Hiermee houdt hij nog steeds een stevige vinger in de pap over het te voeren beleid, ook op een aantal cruciale terreinen.



## Conclusie

Het sentiment ten aanzien van Frankrijk verslechterde door nieuw aangekondigde verkiezingen. Door het hoogstwaarschijnlijk ontbreken van een absolute meerderheid voor een van de partijen, en ook de excessieve tekortenprocedure die opgestart zal worden verwachten we dat fiscale prudentie zal prevaleren. In ons basisscenario verwachten wij dat na de verkiezingen de risico-opslag voor Frankrijk weer neerwaarts zal gaan bewegen en Frankrijk in rustiger vaarwater zal komen. Dit zal ook positief doorwerken op de risico-opslag voor Frankrijk en van de overige Europese landen waardoor een nieuwe Eurocrisis vooralsnog wordt vermeden. Daarnaast zal de aanwezigheid van het TPI instrument helpen de risico-opslagen op beheersbare niveaus en in lijn met de kredietwaardigheid van Frankrijk te houden. Op de lange termijn heeft Frankrijk echter serieuze uitdagingen en zal hervormingsbereidheid en daadkracht cruciaal blijven. De afgelopen jaren heeft Frankrijk dat onvoldoende laten zien, waardoor het ons inziens noodzakelijk is om de ontwikkelingen nauw te blijven volgen.



## Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via [www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl), waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

---

## **a.s.r. vermogensbeheer**

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

[www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl)

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht