

Investment update

Achmea Investment Management

Val Franse regering geen verrassing voor Mister Market, maar wel hoofdpijndossier voor ECB-President Lagarde

De Franse regering is gevallen, Fitch dreigt vrijdag met een downgrade en de kopzorgen voor de ECB nemen toe. Mister Market is niet verrast maar Madame Lagarde krijgt langzamerhand wel steeds meer hoofdpijn.

Hoofdpunten

- **Regering gevallen:** Premier François Bayrou verloor de vertrouwensstemming (364–194). Macron zoekt een nieuwe premier, maar de politieke verlamming verdiept.
- **Fitch-downgrade op komst:** Vrijdag 12 september beoordeelt **Fitch** de Franse kredietwaardigheid opnieuw. Analisten achten een verlaging van **AA-** naar **A+** waarschijnlijk. Moody's volgt op 24 oktober, S&P op 28 november.
- **Mister Market niet verrast:** de markt reageert nauwelijks nog op het nieuws, een teken dat er nu geen crisis is.
- **Madame Lagarde krijgt hoofdpijn:** als markten hun vertrouwen wel verliezen moet de ECB ingrijpen maar dat lijkt binnen de regels nauwelijks mogelijk.
- **De centrale vraag:** wat is toch het pad dat Frankrijk echt uit de problemen helpt?

Politieke crisis en ratingstress

De val van de Franse regering-Bayrou zet Parijs op scherp. Na de verloren vertrouwensstemming staat president Macron voor een onmogelijke keuze: een technocratische premier aanstellen of een minderheidskabinet formeren. Beide opties brengen meer onzekerheid en lossen de meerderheidsklem van de Franse oppositie waarbinnen een regering moet opereren niet op.

Precies op dit moment ligt Frankrijk onder het vergrootglas: **Fitch** beslist vrijdag 12 september over de kredietwaardigheid. Een verlaging naar **A+** lijkt een formaliteit en zou Frankrijk voor het eerst op gelijke voet zetten met landen die vroeger "perifeer" werden genoemd. Moody's en S&P volgen later dit najaar, waardoor de marktdruk kan toenemen.

AUTEURS



Thomas van Galen
Chief Strategist



Coen van de Laar
Sr. Investment Strategist



Jolien van den Ende
Sr. Investment Strategist LDI

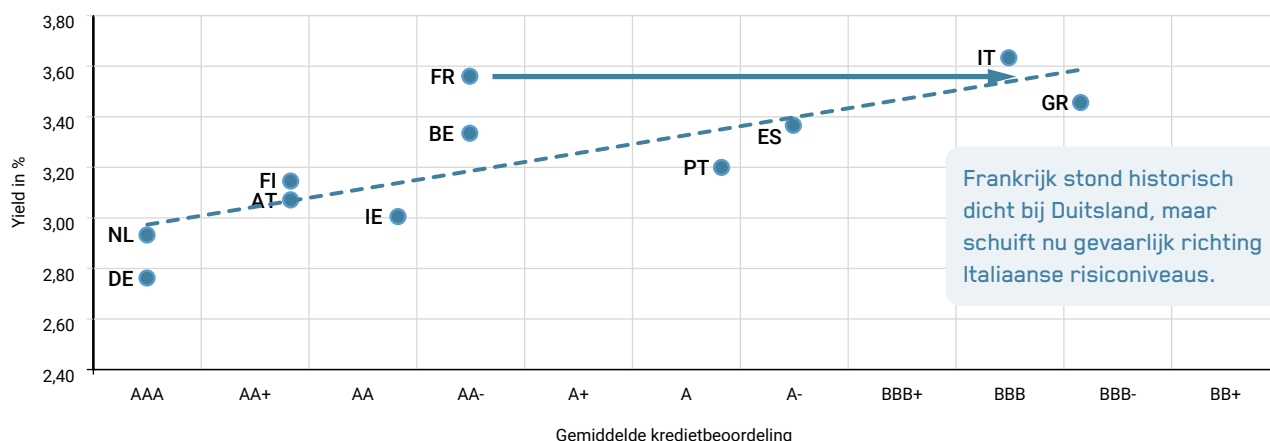


Dimitar Serkyov
Portfolio Manager
Staatsobligaties

"ECB-President Lagarde kan de regels niet eeuwig volgen als de financiële stabiliteit op het spel staat."



Figuur 1: Spreadontwikkeling Frankrijk – Duitsland – Italië



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Frankrijk verliest zijn kernstatus

De spreads vertellen het verhaal. De Franse tienjaarsrente ligt inmiddels binnen 10 basispunten van Italië, terwijl het verschil met Duitsland is opgelopen tot 75 basispunten (het hoogste niveau in twaalf jaar). Franse staatsleningen verliezen hun status als veilige haven en worden steeds meer geprijsd als semi-perifeer risico.

Een downgrade door Fitch kan een kettingreactie veroorzaken, met name bij institutionele beleggers die verplicht zijn hun posities te herwegen bij een lagere rating.

Schuldquote en tekortprojecties

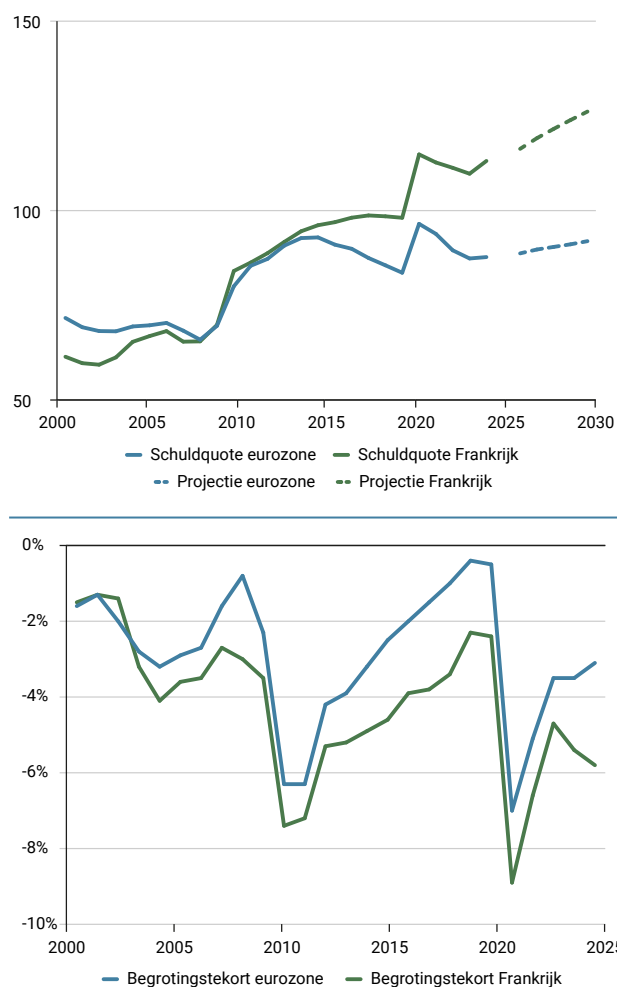
Frankrijks overheidsschuld ligt rond de 116% van het bbp en zal volgens de Europese Commissie oplopen richting 120% in de komende vijf jaar als er geen ingrepen volgen. Het begrotingstekort staat op 5,8% bbp en kan zonder maatregelen zelfs oplopen naar 6% in 2026.

Deze combinatie maakt Frankrijk kwetsbaar. Waar Italië met een schuldquote rond 137% zijn tekort juist richting 3% terugbrengt, ontbreekt in Parijs ieder pad naar begrotingsdiscipline. Dat verklaart waarom beleggers Frankrijk steeds minder zien als kernland.

Mister Market versus Madame Lagarde

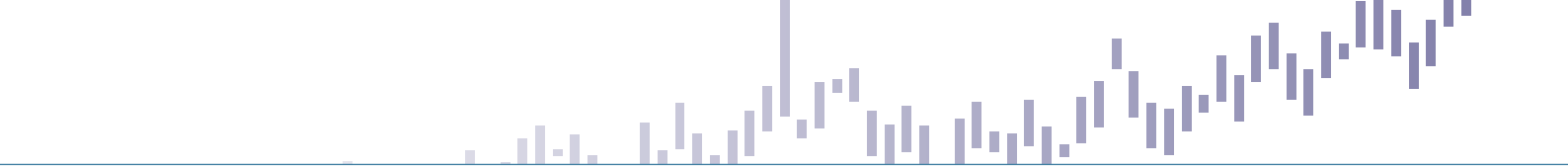
Omdat Frankrijk lid is van de eurozone, kan onrust op de Franse obligatiemarkt direct overslaan naar andere landen. Dat scenario lijkt nu nog ver weg maar een vertrouwenscrisis kondigen markten zelden vooraf aan. Het vertrouwen is er tot het weg is.

Figuur 2: Franse schuldquote en begrotingstekort, inclusief EU-projecties tot 2030



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Frankrijk heeft geen plan om de schuld te stabiliseren, terwijl het tekort structureel hoog blijft.



In eerdere crises (zoals Italië 2011, Spanje 2012 en het VK 2022) zagen we hoe Mister Market via plotseling oplopende spreads regeringen dwong tot noodmaatregelen. Het verschil nu: Frankrijk is politiek volledig verlamd. Zelfs als Macron een nieuwe premier benoemt, is er weinig draagvlak voor harde hervormingen.

Als de Fransen hun zaken niet op orde krijgen komt de ECB als bewaker van de financiële stabiliteit in beeld. Bij een crisis in de eurozone kan Frankfurt ingrijpen. Zo'n scenario komt in beeld als Franse rentes in korte tijd oplopen.

Als de druk op ECB-President Christine Lagarde te groot wordt om in te grijpen, ontstaat een nieuw probleem omdat alle mogelijke instrumenten grote weerstand zullen veroorzaken.

Er zijn in totaal drie instrumenten om in te zetten:

- **TPI** (*Transmission Protection Instrument*) → Gericht op het opkopen van obligaties bij "ongewenste fragmentatie" in de eurozone. Formeel alleen beschikbaar voor landen met een gezonde begrotingskoers — Frankrijk voldoet daar niet aan.
- **PEPP** (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) → Kan theoretisch worden heropend, maar de resterende ruimte is beperkt.
- **OMT** (*Outright Monetary Transactions*) → Onbeperkt opkopen mogelijk, maar alleen als Frankrijk onder toezicht komt van het ESM (*Europees Stabiliteitsmechanisme*), wat in Parijs politiek onbespreekbaar is.

Mister Market kan Frankrijk sneller dwingen tot actie dan het Franse parlement ooit zal doen.

Markten kunnen snel kantelen. Als beleggers hun vertrouwen verliezen, kan de druk op de ECB in enkele dagen oplopen. Dan wordt de vraag: volgt de ECB haar eigen regels, of kiest ze voor het redden van de eurozone? Zoals Mario Draghi het ooit zei: "whatever it takes." Nu al zal er in Frankfurt koortsachtig overlegd worden over de manier waarop ingrijpen gerechtvaardigd moet worden. De consequenties voor de eurozone zijn simpelweg te groot om niet in te grijpen.

Politieke tegenstellingen binnen de eurozone

De Franse crisis legt de politieke breuklijnen binnen de eurozone opnieuw bloot. In theorie gelden strikte begrotingsregels, maar in de praktijk is de geloofwaardigheid van die discipline sterk verzwakt. Duitsland, lange tijd de hoeder van het Stabiliteitspact, heeft zelf de Schuldenbremse opgerekt om extra miljarden vrij te maken voor defensie, energie-onafhankelijkheid en de groene transitie. Andere noordelijke lidstaten volgen dit voorbeeld.

Dit maakt het ingewikkeld om Frankrijk te dwingen tot strikte bezuinigingen. Zuidelijke landen zoals Italië, Spanje, Portugal en Griekenland wijzen erop dat niemand de regels nog strikt naleeft. Zij pleiten voor flexibiliteit en vrezen dat een harde opstelling tegenover Frankrijk het risico op een bredere eurocrisis vergroot.

Nederland staat steeds meer geïsoleerd in zijn roep om begrotingsdiscipline. Den Haag vreest dat steun aan Frankrijk zonder harde voorwaarden een gevaarlijk precedent schept en het draagvlak voor de eurozone in Noord-Europa kan ondermijnen.

Voor de ECB en de Europese Commissie maakt dit de zoektocht naar een oplossing complex:

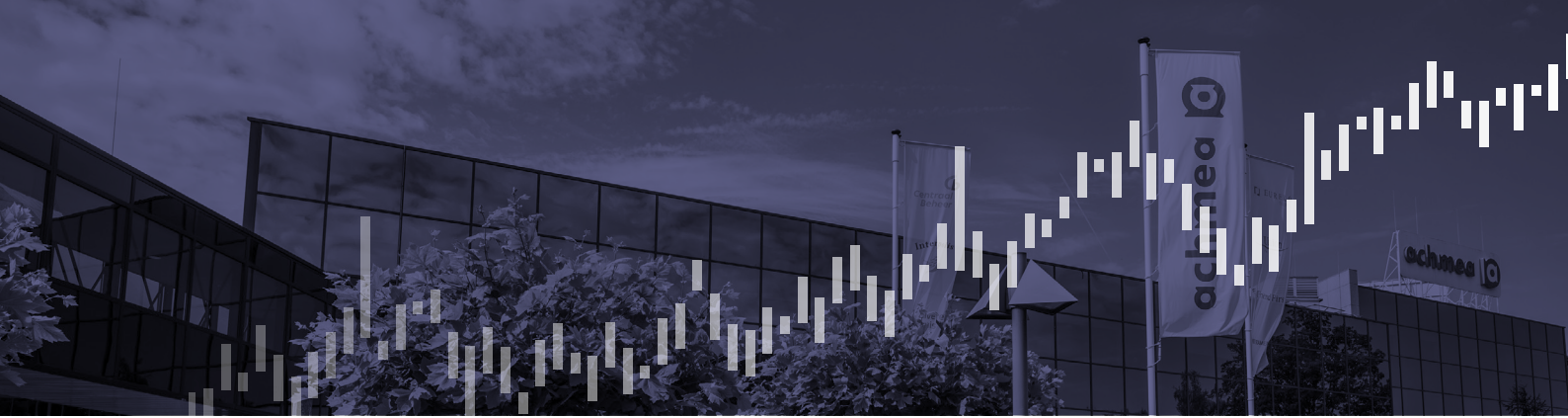
- Te veel openlijke steun kan leiden tot politieke weerstand in Noord-Europa en toenemende eurosceptis.
- Te weinig steun kan een vertrouwenscrisis veroorzaken, waardoor spreads ongecontroleerd stijgen en het financiële systeem onder druk komt.

Het dilemma is duidelijk: de traditionele begrotingsregels hebben hun geloofwaardigheid grotendeels verloren, maar dat maakt het juist politiek riskanter om Frankrijk expliciet te helpen.

Een heet najaar in het vooruitzicht

Met een gevallen regering, een dreigende downgrade en spreads die richting Italiaanse niveaus bewegen, staat Frankrijk op een kantelpunt. Het najaar wordt een stresstest voor zowel Parijs als Frankfurt.

De centrale vraag: er is zeker nog geen crisis, maar wat is het pad naar structureel houdbare overheidsschulden?



Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Email: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94, of Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door:

Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.