

QUADRUPLE A

De verlaging van de Franse kredietwaardigheid kunnen we ook zien als een herbevestiging van de goede kredietwaardigheid van een land als Nederland, dat zich bevindt in de kleinste groep van landen met de hoogste kredietwaardigheidsscore:

Triple A. Elf landen hebben deze status: Australië, Canada, Denemarken, Duitsland, Zweden, Noorwegen, Nederland, Zwitserland, Singapore, Luxemburg en Liechtenstein. Binnen die Triple A verdienen Nederland, Zwitserland en Noorwegen eigenlijk zelfs een hogere score, omdat zij een lage staatsschuld combineren met enorme pensioenreserves. Noorwegen heeft het grootste *sovereign wealth fund* ter wereld. De pensioenrekening zal door de vergrijzing in de toekomst behoorlijk oplopen. Beschikken over lage of nagenoeg geen pensioenreserves betekent dat de kans zeer groot is dat pensioenuitgaven gefinancierd zullen worden door geld te lenen, met een stijging van de staatsschuld tot gevolg. Vandaar dat Zwitserland, Noorwegen en Nederland wat mij betreft een nieuwe ratingcategorie waard zijn: *Quadruple A!*

punt. Toen de werkgroep onder leiding van toenmalig Europese Commissie-voorzitter Jacques Delors in april 1989 met een rapport kwam waarin de facto de oprichting van de muntunie en de komst van de euro aangekondigd werd, tuimelde de genoemde spread naar circa 0,5 procentpunt om vervolgens, na de daadwerkelijke komst van de euro, helemaal te verdwijnen. Frankrijk betaalde dus een even hoge rente als Duitsland, terwijl de Franse staatsschuld aanzienlijk hoger was. Die spread wordt gezien als een soort barometer voor de kans op spanningen in de eurozone: als de spread oploopt, neemt de kans op onheil toe.

De stijging van de genoemde spread tussen de Franse en de

Duitse rentes kan er de komende tijd voor zorgen dat speculatie ontstaat over de vraag of de Europese Centrale Bank (ECB) daarop zal reageren en, indien ja, hoe?

HET GEREEDSCHAP VAN DE ECB

In de afgelopen jaren heeft de ECB enkele instrumenten ontworpen om in geval van nood te hulp te schieten. Zo is er het *Transmission Protection Instrument* (TPI), dat als doel heeft ervoor te zorgen dat, als de ECB de rente verlaagt, de effecten daarvan tot in alle hoeken van de muntunie doordringen. TPI doet dat door het aankopen van effecten op de secundaire markt. Als de markt een renteverlaging tegenwerkt, bijvoorbeeld door te sterk stijgende langetermijnrentes, dan rolt de ECB haar monetaire kanonnen naar buiten. En in het geval van Frankrijk kan men stellen dat het transmissiemechanisme inderdaad gefrustreerd wordt.

Het probleem is echter dat aan het inzetten van dat TPI-kanon enkele voorwaarden verbonden zijn. Een van die voorwaarden is dat het land dat de ECB wil helpen door staatsobligaties aan te kopen, niet in de *buitensporig tekortprocedure* moet zitten. Het land in kwestie mag dus geen gele kaart van Brussel op zak hebben.

Die gele kaart zit er echter wel aan te komen. De Europese Commissie heeft onlangs een aantal EU-landen, waaronder Frankrijk (maar ook Italië) gemaand hun financiële huishouding aan te pakken en de begrotingstekorten te verlagen. Wat binnenkort volgt, zijn concrete aanbevelingen hoe dat te doen. Als landen zich daar niet aan houden, krijgen ze die spreekwoordelijke gele kaart en belanden ze in de buitensporig tekortprocedure.

De onzekerheden die met het bovenstaande samenhangen, draaien dus allereerst om de vraag of de ECB Frankrijk met het huidige instrumentarium wel te hulp kán schieten, maar ook om

de vraag hoe de nieuwe Franse regering er uit zal gaan zien.

STRAF BANKJE

Als we de ervaringen uit het verleden meenemen, is de kans groot dat Frankrijk zich niets zal aantrekken van de aanbevelingen uit Brussel. Ook als het land geen zeer rechtse regering krijgt. Kijken we naar de plannen van de (extreem)linkse partijen maar ook naar die van de zittende regering, dan is de gemeenschappelijke noemer van links tot rechts: grote uitgaven en bijzonder weinig animo om de begrotingstekorten weer in het gareel te krijgen. Dat zou er zomaar voor kunnen zorgen dat de Franse rentes nog verder klimmen. Dan is inderdaad hulp vanuit de ECB nodig, maar het is – zoals hierboven beschreven – nog onzeker of de bank een land dat op het strafbankje zit wel te hulp kan komen.

Niets is echter zo vloeibaar als Europese regels. In de regels rondom het inzetten van de TPI staat bijvoorbeeld dat de voorwaarden voor het ECB-bestuur slechts *ter overweging* zijn. Houd er dus rekening mee dat de Commissie en de ECB een manier zullen vinden Parijs te helpen zonder de regels formeel te schenden.

TO PROTECT FRANCE

Toen de ECB de TPI lanceerde, klonk gekscherend in de markten dat de afkorting eigenlijk staat voor *To Protect Italy*. De kans dat Rome hulp nodig heeft, werd groot geacht, omdat de staatsschuld en begrotingstekorten van Italië zeer hoog zijn. Anno 2024 lijkt het echter allereerst Frankrijk te zijn dat de helpende hand van de ECB nodig heeft. Ik stel daarom voor het Transmission Protection Instrument een tweede naam te geven: de *Transmission Protection Facility* (TPF). Daarmee zouden we de afkorting om kunnen buigen naar *To Protect France*. Niet Italië, maar Frankrijk kan een nieuwe eurocrisis in gang zetten.



OVER DE AUTEUR

Edin Mujagić is econoom (gespecialiseerd in het beleid van de centrale banken) en beheerder bij beleggingsfonds Hoofbosch.