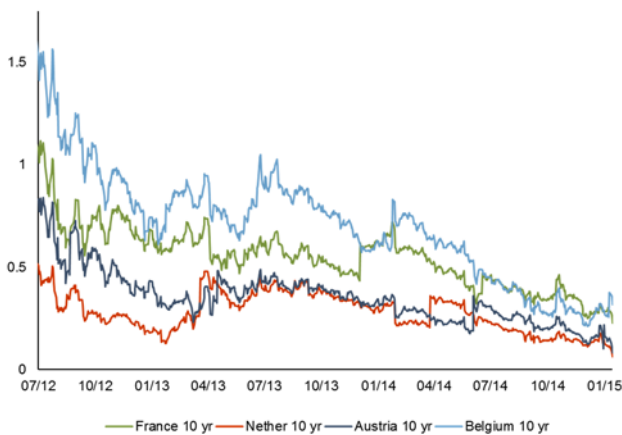


Volgens sommigen is Frankrijk de nieuwe zieke man van Europa. Nu de rendementen voor wat betreft Franse staatsleningen zowel in absolute als relatieve zin sterk gedaald zijn, rijst de vraag of het nog verstandig is om Frankrijk in een kern Euro-obligatieportefeuille aan te houden.

10-jaars renteverskil staatsobligaties (semi-) kernlanden ten opzichte van Duitse staatsobligaties



Bron: Bloomberg, januari 2015

Er zijn diverse aandachtspunten die bij het beantwoorden van deze vraag beoordeeld kunnen worden:

RATING

De huidige rating (kredietwaardigheidsbeoordeling) van Frankrijk bedraagt bij de diverse kredietbeoordelaars AA1 (Moody's), respectievelijk AA (S&P/ Fitch). Het risico op een verlaging van de rating is aanwezig, maar wij gaan er vanuit dat Frankrijk minimaal AA zal blijven. Bij Fitch staat Frankrijk op een AA rating met een stabiele outlook. Een verlaging van de rating door Moody's - op dit moment Aa1 met een negatieve outlook - lijkt echter wel waarschijnlijk. Op 23 januari a.s. zal Moody's bekendmaken of het de rating van Frankrijk zal aanpassen. Een verlaging van Aa1 naar Aa2 zal geen schok met zich meebrengen, vermoeden wij. Zeker omdat Moody's Frankrijk nog op de hoogste AA categorie heeft staan. Een verlaging met één stap brengt de rating van Moody's ook in lijn met die van Fitch en S&P. Een verlaging door S&P, die Frankrijk eveneens een negatieve outlook meegeeft, is echter ook een mogelijkheid. S&P zal de beoordeling van de Franse rating bekend maken in april van dit jaar. Eén stap verlagen naar AA- behoort tot de mogelijkheden, aangezien S&P altijd vrij kritisch is over Frankrijk. Beseft moet worden dat ook Nederlandse staatsleningen niet risicovrij zijn, wat blijkt uit de AA+ rating van S&P sinds november 2013.

TEKORT

Frankrijk blijft achter met het terugdringen van de staatschuld, die op dit moment circa 96% van het bruto binnenlands product (BBP) bedraagt en in de komende jaren zal toenemen naar circa 100% van het BBP. Hoewel het geen goede situatie is, achten wij dit zeker beheersbaar. Vooral nu de gemiddelde rente op de Franse staatsschuld op dit moment 0,45% bedraagt. In 2015 heeft Frankrijk wel een relatief grote netto financieringsbehoefte van €98,5 miljard; het hoogste van alle Eurolanden.

ECONOMIE

De groei van Frankrijk zal over 2015 naar verwachting circa 1% bedragen. Daarbij valt op te merken dat Frankrijk op meerdere manieren profiteert van recente ontwikkelingen. Allereerst als gevolg van de lage olieprijs (een stimulus voor winstmarges en koopkracht) en de zwakke Euro. Ook zijn pogingen om de arbeidskosten te verlagen op termijn positief. Het nieuw te vormen Euro-investeringsfonds van de EC president Juncker is een stimulus. Verder is er een fiscale pauze ingelast om tekorten terug te kunnen dringen over een langere periode.

ECB

De ECB zal op donderdag 22 januari 2015 naar alle waarschijnlijkheid een kwantitatief verruimingsprogramma aankondigen met de doelstelling de balans uiteindelijk met circa €1.000 miljard te vergroten. De verwachting is dat daarbij grote sommen staatsobligaties gekocht gaan worden. Recent concludeerde de advocaat-generaal van het Europees Hof van Justitie dat dit "in beginsel verenigbaar" is met Europese verdragen en grondrechten van lidstaten. Er worden bedragen tussen de €500 miljard en €800 miljard genoemd. Dit zal een positief effect hebben op de renteversillen (spreads) met Duitsland. Zeker nu de rente vooral in Duitsland al extreem laag is en zelfs negatief is in looptijden tot en met 5 jaar.

RENTEVERSCHIL

Hoewel de rentespread ten opzichte van Duitse staatsobligaties sterk gedaald is, blijft de rente op Franse obligaties nog steeds relatief interessant. Zeker voor langlopende obligaties is dit het geval. De rente op 30-jaars Duitse staatsobligaties bedraagt 1,13% ten opzichte van 1,56% voor Frankrijk (per 19 januari 2015). Dat betekent een extra rendement in absolute zin van 43 basispunten. In relatieve zin is de rente echter circa 35% hoger.

CORRELATIE MET SWAPS EN LIQUIDITEIT

De Franse lange rente heeft traditioneel een hoge correlatie met de swaprente. Dat is natuurlijk zeer gunstig in geval er een hoge match met verplichtingen wordt nagestreefd. Zo kent een portefeuille bestaande uit 10-jaars obligaties met een gelijke verdeling over Duits, Nederlands en Frans papier momenteel een correlatie van 0,92 met de ontwikkeling van de 10-jaars Euro-swaprente. De correlatie van een portefeuille bestaande uit alleen Duitse en Nederlandse staatsobligaties (beide met een gewicht van 50%), kent slechts een fractioneel hogere correlatie. Verder is Frankrijk een zeer liquide obligatiemarkt, misschien wel één van de meest liquide. Dat heeft het voordeel dat er relatief gemakkelijk grote aantallen verhandeld kunnen worden tegen relatief lage kosten.

ESG-PRESTATIES

Frankrijk heeft een F&C ESG-landenscore van net boven de 75. Deze score is wel een stuk lager dan de scores van Duitsland en Nederland die een score hebben van rond de 82. Frankrijk zit met deze score echter ongeveer op het Europese gemiddelde, wat vergelijkbaar is met de score van de Verenigde Staten. Frankrijk blinkt dus niet uit in ESG-zaken. Voor de komende jaren zijn net als in veel Europese landen ontwikkelingen op het gebied van governance zeer belangrijk om in de gaten te houden. Zeker voor Frankrijk geldt dit, nu de positie van president Hollande zeer zwak is en het politieke geharrewar snel kan toenemen met het oog op de verkiezingen in 2017. Dit kan de verplichting van de regering om hervormingen te gaan versnellen in gevaar brengen.

CONCLUSIE

Zoals uit bovenstaande blijkt zijn er positieve en minder goede punten voor wat betreft Frankrijk aan te geven. Op dit moment geloven wij dat de minder goede punten, zoals oplopende staatschuld en het achterblijven van de hervormingen, voldoende gecompenseerd worden door meer constructieve ontwikkelingen zoals de zwakke euro, de lage olieprijs en de zeer lage rente. Mede daarom denken wij dat Frankrijk nog toegevoegde waarde heeft.

Gelet op de spread in de diverse looptijdsegmenten geldt dit met name voor portefeuilles die bestaan uit langlopende staatsobligaties. Op de langere termijn moeten de ontwikkelingen wel nauwlettend in de gaten worden gehouden, met name op het gebied van economische hervormingen en de politiek. Een uiteindelijke beslissing om Frankrijk wel of niet aan te houden zal fondsspecifiek zijn. Risico's zijn vooral extern gelegen op dit moment. Daarbij valt te denken aan een politieke crisis in de eurozone (verkiezingen in Griekenland en Spanje), een vertraging van de Amerikaanse economie door de problemen in de energiesector en mogelijk een verergering van de negatieve trends die al in 2014 zijn waargenomen in China, Japan, Brazilië en Zuid-Afrika.