## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Cette France qui fait peur

Tant les images des manifestations violentes qui y ont eu lieu que les sondages offrant la perspective d'un second tour d'élection présidentielle entre deux candidats extrémistes ajoutent au caractère suranné de la « douce France », aux « maisons sages », chantée en son temps par Charles Trenet. Ni la France, ni les Français ne semblent doux ces temps-ci. Et si Charles Trenet devait avoir quand même raison, ce serait quand il parle de « tendre insouciance », tant la population semble insouciante face à l'accumulation de déficits publics ! Et précisons que Trenet évoquait l'insouciance de la jeunesse, là où aujourd'hui ce serait l'insouciance face au vieillissement !

***La question emblématique des retraites***

A priori, dans un monde où on vit plus vieux et avec moins d'enfants, il faut se résoudre à emprunter au moins une des quatre voies suivantes, et idéalement à en combiner plusieurs:

- travailler plus durant la période active pour générer une plus large base imposable ;
- augmenter les taux des impôts et des cotisations sociales ;
- comprimer le montant unitaire des retraites, ou d'autres dépenses publiques ;
- différer l'âge effectif moyen du départ à la retraite.

A défaut, c'est le déficit qui enfle, avec, à la clef, une augmentation des charges d'intérêt sur la dette publiques et donc un cercle vicieux d'appauvrissement des générations futures, des générations qui auront déjà fort à faire avec la dégradation de notre capital nature et avec les menaces sur la sécurité, la santé publique et la cohésion sociale.

La plupart des pays ont procédé au relèvement de l'âge du départ à la retraite, même la Belgique y est arrivée, mais en France, est-ce de l'insouciance ou de l'égoïsme, pour une large part de la population, la voie à prendre est celle d'un gonflement de l'endettement public.

Et il n'y a pas qu'en matière de retraites que la discipline budgétaire semble si difficile à avoir en France. Cela fait des décennies que, année après année, les comptes sont dans le rouge. Certes, parfois, c'est pour de bonnes raisons, à savoir quand il y a eu des investissements publics massifs ou quand l'économie a traversé un passage difficile, comme avec la Covid en 2020, mais ni les investissements ni les crises ne justifient une telle succession de déficits. Et c'est pourquoi le pays a aujourd'hui une dette qui équivaut à 118% du PIB, un niveau qui n'est dépassé dans l'Union que par la Grèce et l'Italie (source : IMF, *Fiscal Monitor, October 2026*).

***Mise en perspective***

Oui, la France a un vrai problème de finances publiques, et les récents efforts pour y remédier se sont heurtés à une opposition déterminée et pas rarement virulente, et parfois même violente. Les Gilets jaunes sont encore dans les mémoires, et même tristement avec nostalgie chez bon nombre de gens. Que les tentatives d'assainissement aient échoué exacerbe la perception négative, en ce que cela conduit à penser que personne n'y arrivera, et que donc le pays est condamné à la dérive budgétaire.

Prenons garde toutefois à cette analyse, totalement excessive. Premièrement, n'est-il pas préférable d'avoir au moins des tentatives d'assainissement que ne même pas essayer. Et ici doit frapper le contraste avec un pays pourtant vanté pour sa croissance économique, à savoir les Etats-Unis. Si la France est sur une trajectoire de hausse tendancielle de sa dette publique, il n'en va pas autrement aux Etats-Unis, mais, outre-Atlantique, il n'y a même pas le début d'une velléité politique d'infléchir la trajectoire. Or, pour résoudre un problème, il faut d'abord une prise de conscience et l'expression d'une velléité de s'y attaquer. Bien entendu, les Etats-Unis, partant de plus bas, disposent d'une latitude pour augmenter les recettes dont ne dispose pas la France, mais cela ne change pas le fait que, en la matière, la comparaison est favorable à la France.

Deuxièmement, pour poursuivre sur la voie de la comparaison avec les Etats-Unis, et même s'il ne s'agit pas de se réjouir des plus grands malheurs des autres, la dynamique de la dette est plus négative aux Etats-Unis qu'en France. Pour la cerner, le bon indicateur est la mesure du solde primaire structurel, c'est-à-dire le solde à l'exclusion des charges d'intérêt et ajusté pour la situation conjoncturelle. Sur cette base, les Etats-Unis sont à -5%, là où la France est à -2,5% du PIB. La Belgique est à -3,2% (Source : *IMF, op cit.*)

Troisièmement, il n'y a pas de fatalité à la dérive budgétaire. La Grèce est parvenue, bien sûr au prix de mesures radicales et pénibles pour les citoyens, à passer du statut de condamné à celui de modèle, et cela en l'espace d'une douzaine d'années. Son solde primaire structurel est estimé à +3% (et celui de l'Italie à +1%). La Belgique des années 90 est également à citer comme exemple, alors que sa situation budgétaire avait, dans les années 60, fait parler Pierre Harmel d'un « *train fou lancé dans le brouillard* » et que les années 70 avaient vu la situation encore empirer. Et, troisième cas, après les années Reagan et Bush père, il y a eu un formidable redressement des finances publiques américaines sous Bill Clinton.

Quatrièmement, enfin, et cela surprendra plus d'un lecteur, pour ce qui est de la soutenabilité des finances publiques à long terme, la France est dans une situation plus confortable que le Luxembourg ! Oui, vous avez bien lu ! Même si le Grand-Duché n'a qu'une dette de 28% du PIB, il fait partie, avec la Belgique, des pays les plus à risques à long terme, là où la France est dans la catégorie « risque moyen » (source : Commission européenne, *Debt Sustainability Monitor, Feb 2026*)

Il ne s'agit certainement pas de dire que tout va bien avec l'économie française, effectivement à la croissance particulièrement molle en ce moment, à moins de 1% en rythme annuel, mais ce qui précède invite à ne pas céder à une forme de mise au pilori hystérique. Il est entendu que de lourdes questions se posent sur la pérennité du modèle social

européen, avec des finances publiques en mauvais état et une classe moyenne inférieure souffrant d'une « smicardisation », d'un déclassement social, d'une évaporation des perspectives de lendemains moins tendus, mais ceci n'est pas le fait de la seule France ! Et un pays comme le Danemark montre qu'il est possible de concilier protection sociale et finances publiques saines, la dette y étant d'à peine 26% du PIB.

***Union monétaire***

Avant d'en arriver, de ce regard sur la France, à l'implication en termes de stratégie d'investissement, il importe d'aborder la dimension de l'Union monétaire. Il y a une petite quinzaine d'années, l'Europe, Banque centrale européenne (BCE) en tête, a volé au secours des pays du Sud, dont la Grèce. Pourtant, à cette époque, la situation de la Grèce était bien plus dramatique que celle de la France aujourd'hui, avec, en plus, des manœuvres frauduleuses pour cacher, avec la complicité de Goldman Scachs, la gravité du problème. De plus, la sortie de la Grèce de la zone euro aurait eu moins d'effets dévastateurs que celle d'un « grand » pays. Il y avait même des arguments pour penser qu'il aurait été préférable, à la fois pour l'euro et pour la Grèce, de voir ce dernier pays, quand même bien différent de ceux du nord de l'Europe, en dehors de l'union monétaire. Et pourtant, tout a été fait, y compris l'impensable, pour maintenir la zone euro en l'état. Souvenons-nous du « *Whatever it takes* » de Mario Draghi, alors patron de la BCE.

Si on a su se mobiliser pour maintenir la Grèce et les autres pays du sud de l'Europe dans l'Union monétaire, on saura le faire pour la France. L'objection du poids est parfois avancée : aider un petit payer demande moins de moyens qu'aider un grand. C'est vrai, mais la somme des pays du sud de l'Union pesait alors plus que la France ne pèse aujourd'hui dans l'Union, et on a fait le sauvetage !

Il faut aussi voir que l'Union fonctionne mieux maintenant, avec plus de convergence :

- l'Allemagne a laissé tomber son dogme de discipline budgétaire ;
- les écarts de soldes commerciaux, entre les surplus des uns, Allemagne et Pays-Bas en tête, et les déficits des autres, et ici la Grèce était championne, se sont rétrécis ;
- les banques sont plus solides qu'il y a quinze ans, et la solidarité européenne envers les institutions financières a été renforcée ;
- la conscience de l'importance de l'unité européenne est plus vive aujourd'hui qu'avant l'arrivée au pouvoir de Trump et qu'avant les craintes de la puissance chinoise.

De ceci, il résulte qu'un scénario où le reste de l'Europe refuserait de donner à la politique économique le tour que l'état de la France exigerait, ne peut recevoir qu'une probabilité minime, et cela quand bien même arriveraient au pouvoir, en France ou ailleurs, des partis à la fois extrémistes et nationalistes. Le seul souvenir que dans les années 80, la France se finançait à des taux d'intérêt supérieurs de 3 points de pourcentage (années 1985-1990) à ceux de l'Allemagne, voire 6 points de pourcentage (années 1980-1985) devrait calmer les ardeurs de grand soir monétaire (source : W. Galand, Montpensier, novembre 2026).

***Implication en matière d'investissement***

La remontée des taux d'intérêt est un fait majeur de ces derniers temps sur les marchés financiers. Elle est une mauvaise nouvelle pour celles et ceux avaient investi en obligations avant cette remontée, et simultanément une bonne nouvelle pour tout qui, à partir d'aujourd'hui, obtient une rémunération sensiblement plus élevée sur ses titres à revenus fixes. En clair, la remontée des taux réveille l'intérêt potentiel pour l'investissement en obligations, et suggère d'en augmenter le poids et d'en allonger la duration.

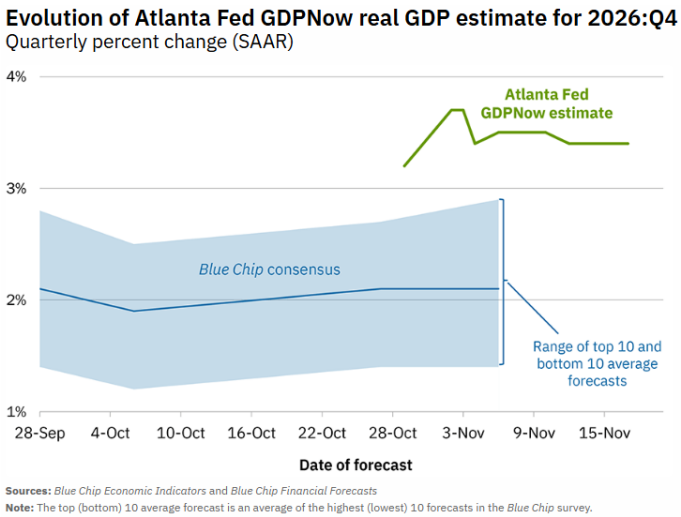
S'agissant en particulier de la France, rien ne dit que le spread – comprenez l'écart de taux avec un émetteur de référence, souvent l'Allemagne – a atteint son maximum. La vue dominante est que d'ici les élections présidentielles, et les législatives dans la foulée, il n'y a pas de raison que les appréhensions envers la France diminuent. En même temps, l'écart de taux génère aujourd'hui un coût d'opportunité élevé pour celui qui, à la France, préfère l'autre rive du Rhin pour ses placements souverains.

Dans la mesure où les craintes d'un Frexit – une sortie de la France de l'Union monétaire – et d'un défaut de paiement de l'Etat français se doivent d'être très, très fortement relativisées, s'exposer à la dette française, pour l'investisseur qui a une vue de moyen terme, n'est pas la folie que pourrait faire croire le narratif d'un pays ingouvernable.

Etienne de Callataÿ – etienne.decallatay@orcadia.eu

*Economie américaine en forme restera en forme …*

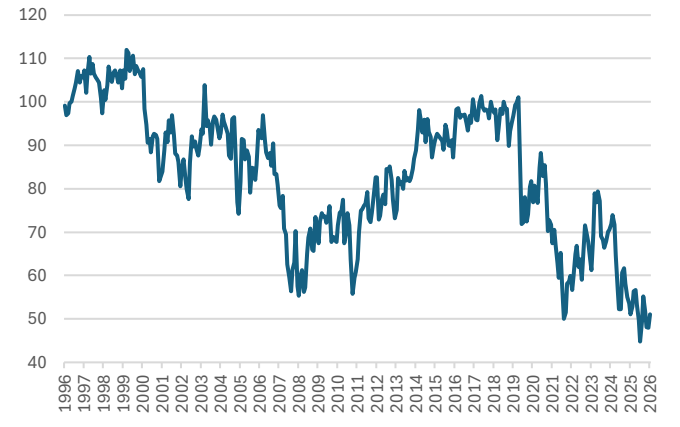
L'économie américaine continue de se porter très bien, avec une **croissance réelle de 3,5 % au troisième trimestre**. Ce chiffre est nettement **supérieur aux 3,2 % attendus** par les économistes et marque **une accélération sensible** par rapport au deuxième trimestre (2,2 %). Il convient d'ailleurs de souligner que ce chiffre a été fortement révisé à la hausse (de 0,8 point de pourcentage) au cours du trimestre écoulé. Sur base des indicateurs PMI avancés, les **perspectives** pour l'économie américaine **restent très favorables** et nous pouvons même nous attendre à une éventuelle accélération de la croissance. L'estimation GDPNow de l'Atlanta Fed indique également que la croissance ne devrait pas faiblir.




*Source : Atlanta Fed – Estimation du PIB en « live »*

*… et pas que grâce à l'IA*

Même si nous ne nions certainement pas que les **investissements massifs dans l'IA** et les centres de données ont une influence sur la croissance, ils **n'en constituent pas le facteur explicatif principa**l. La raison est double : la majeure partie des puces utilisées dans les centres de données est importée et ne contribuent donc pas au PIB (produit intérieur brut). **Un facteur plus important réside dans les dépenses de consommation**. Celles-ci ont augmenté de 3,8 %, comme au trimestre précédent. L'intrigant **paradoxe** des derniers trimestres **persiste donc** : la **confiance des consommateurs** se situe à des niveaux **historiquement bas**, et pourtant, les **dépenses continuent d'augmenter**.




*Source : Univ. Michigan – Consumer confidence*

*Comment expliquer ce paradox ?*

Plusieurs explications sont possibles. La première est ce que l'on appelle une **économie « no hire, no fire »**, dans laquelle un faible taux de chômage, combiné à des créations d'emplois limitées, est **suffisamment rassurant pour inciter à dépenser**, **mais pas pour entretenir un sentiment positif.** Nous avons observé de bonnes nouvelles à cet égard ces derniers mois, avec une légère reprise des créations d'emplois et un recul du chômage. **Une autre explication réside dans la dichotomie entre les réponses aux enquêtes et les dépenses**. Dans les enquêtes, la moitié la moins aisée de la population est légèrement surreprésentée (les personnes situées plus haut dans l'échelle sociale ont tendance à participer moins souvent aux enquêtes), alors qu'elle ne représente qu'une minorité de la consommation. Or, ce sont précisément les personnes disposant des revenus les plus élevés qui bénéficient le plus de l'effet de richesse généré par la hausse de la valeur de leurs actifs et qui y puisent la confiance nécessaire pour soutenir leurs dépenses.

*Toutefois quelques nuages dans le ciel bleu*

Cela signifie-t-il que tout va pour le mieux ? Non. Le **taux d'épargne a fortement reculé, de sorte que toute consommation supplémentaire dépend désormais de l'évolution des marchés boursiers**. Par ailleurs, **les ventes de logements** diminuent pour atteindre des niveaux **historiquement bas**, ce qui a constitué par le passé un indicateur de ralentissement économique. Il est toutefois fort probable que l'explication de ce recul réside non dans la demande mais dans l'offre. Selon Goldman Sachs, pour deux tiers des propriétaires, le taux d'intérêt qu'ils paient est inférieur d'au moins 2 points de pourcentage au taux hypothécaire actuel. Cela constitue un puissant frein à la vente, puisqu'en vendant leur logement, ils perdraient le bénéfice de leur taux d'intérêt avantageux. Si c'est ça la principale raison de la baisse des ventes, celle-ci ne constitue plus un indicateur fiable d'un affaiblissement de l'économie.

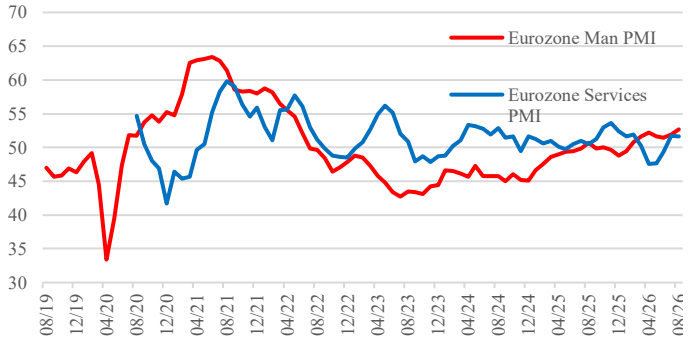



*Source : National Association of Realtors – pending home sales index*

*En zone euro la situation est plus positive qu'on le pense…*

Dans la zone euro, la situation est plus favorable que ce que l'on pense souvent. Les problèmes budgétaires en Belgique et en France nous biaisent, et nous empêchent de voir suffisamment les éléments positifs. Ainsi, **une croissance de 1,3 % est attendue en Allemagne**. Certes, ce chiffre est nettement

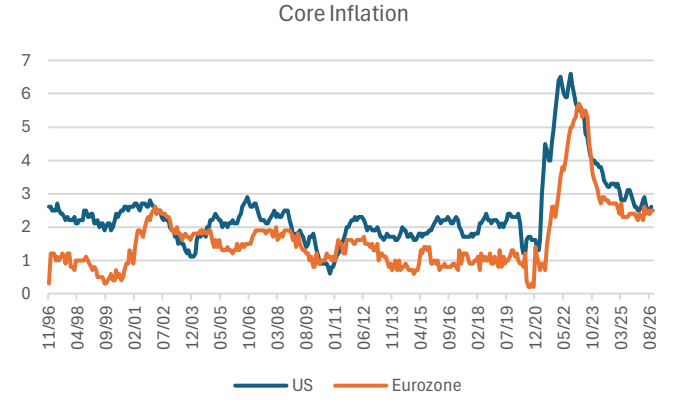
inférieur à la croissance américaine, mais il est néanmoins **sensiblement supérieur au 0,8 % anticipé en début d'année**. **Les pays du sud de l'Europe se portent eux aussi bien**, avec l'Espagne en tête du classement : au cours des cinq dernières années, sa croissance a dépassé de 5 points de pourcentage celle des États-Unis. Certes, elle partait d'un niveau relativement bas, mais le résultat reste néanmoins remarquable. Les PIIGS, ou pays du Club Med de l'époque de la crise de l'euro, ne s'en sortent finalement pas si mal. Les **perspectives restent favorables** pour les prochains mois. Les **indicateurs PMI** avancés se situent **à leur niveau le plus élevé depuis plusieurs années** et annoncent même une accélération de la croissance en France.




*Source : Bloomberg – PMI indices eurozone*

### *… l'inflation étant le principal risque*

Le **principal risque** pour cette analyse plutôt favorable, tant pour la zone euro que pour les États-Unis, serait une **résurgence de l'inflation**. Celle-ci **minerait la confiance** et contraindrait les banques centrales **à relever les taux d'intérêt**, ce qui ne serait pas favorable à la croissance. Même si nous avons observé une remontée de l'inflation ces derniers mois, la **situation reste relativement bien maîtrisée**. Tant en Europe qu'aux États-Unis, nous nous situons encore nettement en dessous du pic atteint en 2022 **et l'inflation dite sous-jacente**, qui exclut les prix volatils de l'énergie et de l'alimentation, **ne montre pas encore de véritable accélération**.




*Source : Bloomberg – Inflation sous-jacente zone Euro et Etats-Unis*

Nous ne devons toutefois **pas être naïfs** : nous observons une **nette hausse des prix à la production en Europe, aux États-Unis et en Chine**. Si cette tendance se poursuit, elle finira tôt ou tard par se traduire par une hausse des prix à la consommation, à moins que les entreprises ne réduisent leurs marges.

### *L'évolution récente du baril peut aider…*

**Les prix du pétrole pourraient ici venir à la rescousse**. Nous avons en effet observé **une forte baisse depuis le début du mois de novembre**. L'explication est double : l'Iran se montre davantage disposé à parvenir à un accord négocié, une perspective à laquelle Trump, surtout après les lourdes pertes subies lors des élections de mi-mandat, serait probablement lui aussi favorable.



*Source : Bloomberg – prix du baril Brent*

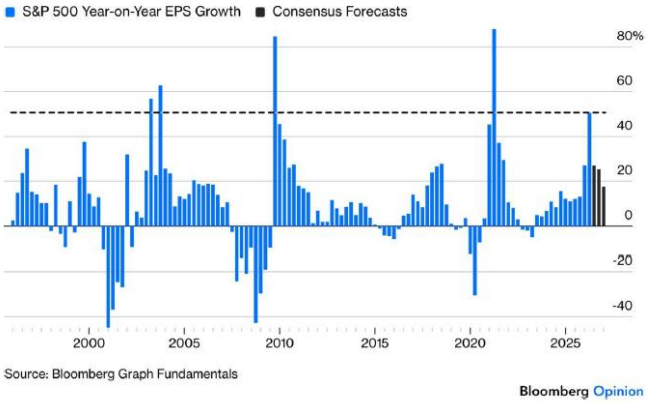
Par ailleurs, **la production s'est révélée nettement plus résiliente** que ce que l'on pouvait raisonnablement prévoir au début de la guerre. Une analyse récente de l'AIE indique que **l'offre dépassait la demande de deux millions de barils en octobre**. Nous devons toutefois nous garder de tout optimisme excessif. Une nouvelle baisse importante semble peu probable, et, si la guerre devait regagner en intensité, les prix repartiraient bien entendu à la hausse. La situation géopolitique reste instable et une prime de risque demeure donc présente. En outre, le reconstitution et l'augmentation des réserves stratégiques absorberont encore pendant un certain temps toute surproduction.

### *… celui du gaz moins*

En Europe et en Asie, **la situation sur le marché du gaz reste précaire**. Les voies utilisées pour acheminer le pétrole en provenance du Golfe sont difficilement, voire pas du tout, utilisables pour le gaz. **Les stocks en Europe** se situent à des **niveaux faibles** et **une période de froid ou des perturbations de l'approvisionnement pourraient entraîner des pics de prix**, ce qui pèserait à nouveau sur la fragile reprise économique. **À plus long terme, les perspectives sont plus favorables.** Toujours selon l'AIE, les nouveaux projets de GNL devraient, d'ici 2030, couvrir plus de 85 % de la consommation de gaz en Europe. En outre, les prix élevés constituent de puissantes incitations tant à modérer la consommation qu'à accélérer la transition vers l'électrification.

### *Les résultats publiés sont à nouveau excellents…*

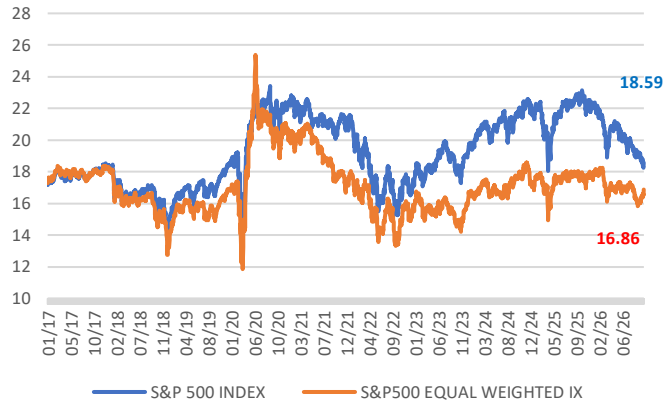
**Les résultats** des entreprises au troisième trimestre, qui ont entre-temps été presque tous publiés, **ont une nouvelle fois été bons aux États-Unis**. Le chiffre d'affaires a progressé d'environ 13 %, nettement plus que prévu, et les bénéfices d'environ 27 %, ce qui était davantage conforme aux attentes. Une croissance des bénéfices telle que celle observée cette année est tout à fait exceptionnelle dans une période qui n'a pas été précédée d'une récession.




Il faut donc s'attendre à ce que ce rythme effréné finisse tôt ou tard par ralentir. La situation économique américaine décrite ci-dessus rend toutefois peu probable un essoufflement de la croissance des bénéfices au point de tomber à une stagnation.

*… avec un impact positif sur les valorisations*

La très forte progression des bénéfices a plus que compensé la hausse de l'indice de référence S&P 500. **La valorisation actuelle** (18,6 fois les bénéfices attendus) **ne dépasse** dès lors **que légèrement la moyenne** observée depuis 1990 (16,7 fois). La correction que nous avons observée dans les entreprises technologiques, et en particulier chez les fabricants de semi-conducteurs, fournisseurs de l'essor de l'IA, a rendu leurs valorisations nettement plus raisonnables. Ainsi, Nvidia se négocie désormais à seulement 12 fois les bénéfices attendus, notamment en raison des remous autour de son CEO, Jensen Huang. Cela signifie-t-il qu'il faut investir dans l'entreprise à la hâte ? Non. Nous sommes trop attachés à une approche d'investissement progressive et à une large diversification pour agir de la sorte. **Cela signifie** toutefois **que nous considérons désormais comme moins pertinente la préférence pour l'indice equal weight**, que nous avions mise en avant dans le Spotlight de septembre. D'autant plus si l'on tient compte du fait que, ces dernières semaines, les valorisations de l'indice standard, pondéré par la capitalisation boursière, et de l'indice equal weight se sont nettement rapprochées




*Source : Bloomberg & Orcadia – valorisation des indices aux Etats-Unis*

*Baisse de l' IA réaugmente l'attractivité des marchés émergents*

Cela plaide également en faveur d'un **assouplissement de notre attitude prudente à l'égard des marchés émergents**, que nous avions défendue par le passé. Nous ne préconisons plus une sous-pondération de l'indice des marchés émergents, **fortement lié à la production de puces destinées à l'IA**. Environ 30 % de cet indice est en effet constitué de TSMC, SK Hynix et Samsung Electronics, les principaux fournisseurs de puces pour les centres de données de pointe.

*Retour à la norme aussi en Europe*

En Europe également, nous avons observé un redressement de la rentabilité, certes à partir d'un niveau bas. Avec environ 80 % des résultats publiés, la tendance est claire : **le chiffre d'affaires a progressé d'environ 11 % et les bénéfices de 30 %.** Compte tenu des indicateurs avancés de la zone euro et d'une valorisation conforme à la moyenne à long terme, **une sous-pondération de la région ne nous semble plus indiquée.** Nous ne plaidons toutefois pas pour une surpondération, car l'Europe est précisément la région qui souffrirait le plus si les prix de l'énergie devaient à nouveau évoluer dans la mauvaise direction.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :
**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.