MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Frankrijk dat angst veroorzaakt

Zowel de beelden van de gewelddadige betogingen als de peilingen die aangeven dat de tweede ronde van de presidentsverkiezingen tussen twee extremistische kandidaten zal uitgevochten worden, versterken de visie dat het beeld dat « la douce France », met zijn « maisons sages », zoals Charles Trenet het destijds bezong achterhaald is. Noch Frankrijk, noch de Fransen lijken dezer dagen nog zachtmoedig. Waar Charles Trenet mogelijk gelijk heeft, is wanneer hij zingt over « tendre insouciance »: de bevolking lijkt immers onbekommerd over de opeenstapeling van overheidstekorten! Al moet gezegd dat Trenet het had over de zorgeloosheid van de jeugd, terwijl vandaag de zorgeloosheid vooral de vergrijzing betreft!

Het iconische pensioenvraagstuk

A priori moet je in een wereld waarin men langer leeft en minder kinderen krijgt, bereid zijn om minstens één, en idealiter een combinatie, van de volgende vier wegen te bewandelen:

- Meer werken tijdens de actieve loopbaan om de belastingbasis te vergroten;
- De belastingtarieven en sociale bijdragen verhogen;
- Het individuele pensioen (of andere overheidsuitgaven) verlagen;
- De effectieve gemiddelde pensioenleeftijd verhogen.

Zo niet loopt het begrotingstekort verder op, met hogere rentelasten op de overheidsschuld en een vicieuze cirkel van verarming voor toekomstige generaties als gevolg. Generaties die de handen al meer dan vol zullen hebben met de achteruitgang van ons natuurlijk kapitaal en de bedreigingen op vlak van veiligheid, volksgezondheid en sociale cohesie.

De meeste landen verhoogden de pensioenleeftijd. Zelfs België is daarin geslaagd. Maar in Frankrijk kiest een groot deel van de bevolking – of het nu uit onbezonnenheid is of uit egoïsme – voor het alternatief: de overheidsschuld verder laten ontsporen.

Het is niet alleen op pensioenvlak dat begrotingsdiscipline in Frankrijk zo moeilijk blijkt. De cijfers kleuren er al decennialang jaar na jaar rood. Uiteraard zijn daar soms goede redenen voor: overheidsinvesteringen of moeilijke economische tijden, zoals tijdens de Covid-crisis in 2020. Maar noch investeringen, noch crisissen rechtvaardigen een dergelijke aaneenschakeling van tekorten. En dat is waarom het land vandaag een schuld torst van 118% van het bbp – een niveau dat binnen de EU enkel door Griekenland en Italië wordt overtroffen (bron: IMF, *Fiscal Monitor, oktober 2026*).

In perspectief geplaatst

Ja, Frankrijk heeft een reëel probleem met zijn overheidsfinanciën. Recente pogingen om het aan te pakken, zijn op vastberaden, niet zelden virulent, en soms zelfs gewelddadig verzet gestuit. De Gele Hesjes liggen nog vers in het geheugen, bij velen zelfs met een betreurenswaardige vorm van nostalgie. Dat de saneringspogingen mislukt zijn versterkt de negatieve perceptie: het voedt de gedachte dat niemand erin zal slagen en dat het land dus gedoemd is tot een ontsporing van de begroting.

We moeten ons er echter voor hoeden niet door te slaan in deze analyse. Ten eerste: is het niet beter om op zijn minst te proberen de overheidsfinanciën gezond te maken dan te berusten? Het contrast met de VS – een land dat vaak geprezen wordt om zijn economische groei – is opvallend. In Frankrijk zien we een structurele stijging van zijn overheidsschuld. Maar dat geldt evenzeer voor de Verenigde Staten. Alleen is er aan de andere kant van de Atlantische Oceaan geen spoortje van politieke bereidheid om dat traject bij te sturen. Om een probleem op te lossen, moet men zich er eerst bewust van worden en bereid zijn om het aan te pakken. Toegegeven de overheid kan in de VS makkelijker zijn inkomsten verhogen dan in Frankrijk omdat ze van een lagere basis starten. Maar dat verandert niets aan het feit dat de vergelijking op dit vlak in het voordeel van Frankrijk uitvalt.

Ten tweede, om, zonder enig leedvermaak, de vergelijking met de Verenigde Staten voort te zetten: de dynamiek van de overheidsschuld in de Verenigde Staten is slechter dan die in Frankrijk. Om dat te beoordelen is het structureel primair saldo de juiste indicator: het saldo exclusief rentelasten en gecorrigeerd voor de conjunctuur. Dit bedraagt -5% van het bbp in de VS, terwijl het in Frankrijk -2.5% is. (België bevindt zich op -3,2%, bron: *IMF, op. cit.*).

Ten derde is een ontsporing van de overheidsfinanciën niet onafwendbaar. Griekenland is erin geslaagd, uiteraard ten koste van radicale en pijnlijke maatregelen voor de burgers, om van een veroordeeld land te ontpoppen naar een voorbeeld. En dat in amper een twaalftal jaar. Het structurele primaire saldo wordt er op +3% geraamd (en dat van Italië op +1%). En na de jaren Reagan en Bush senior volgde onder Bill Clinton een indrukwekkende sanering van de Amerikaanse overheidsfinanciën. Ook in België kenden we een vergelijkbare situatie, zei het iets langer geleden. In de jaren zestig omschreef Pierre Harmel de begrotingssituatie nog als een « *train fou lancé dans le brouillard* », een dolle trein die door de mist dendert, waarna de situatie in de jaren zeventig verder verslechterde. In de jaren ’90 werd deze situatie weer rechtgetrokken.

Ten vierde – en dit zal menig lezer verbazen – bevindt Frankrijk zich wat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn betreft in een comfortabelere positie dan Luxemburg! Ja, u leest het goed. Hoewel het Groothertogdom een schuld van slechts 28% van het bbp heeft, behoort het samen met België tot de landen met het hoogste risico op de lange termijn, terwijl Frankrijk in de categorie met een 'gemiddeld risico' valt (bron: Europese Commissie, *Debt Sustainability Monitor, feb. 2026*).

Het is absoluut niet de bedoeling te beweren dat alles rozengeur en maneschijn is in de Franse economie: met een jaarlijkse groei van minder dan 1% presteert ze maar zwak. Het nodigt er wel toe uit om niet mee te gaan in een vorm van hysterische schandpaalpolitiek. Het staat buiten kijf dat er grote vragen rijzen over de duurzaamheid van het Europese sociale model met een combinatie van overheidsfinanciën in slechte staat, een lagere middenklasse die kampt met nivellering naar beneden, sociale degradatie en het verdwijnen van het perspectief op een zorgelozere toekomst. Maar dit is niet uitsluitend een Frans probleem! Een land als Denemarken toont aan dat sociale bescherming en gezonde overheidsfinanciën met elkaar te verzoenen zijn. De overheidsschuld bedraagt er amper 26% van het bbp.

Monetaire unie

Voordat we vanuit deze kijk op Frankrijk tot de implicaties voor de beleggingsstrategie komen, is het van belang om stil te staan bij de Monetaire Unie. Een kleine vijftien jaar geleden schoot Europa, met de Europese Centrale Bank (ECB) op kop, de zuidelijke landen, waaronder Griekenland, te hulp. Destijds was de situatie in Griekenland dramatisch veel slechter dan de Franse vandaag. Daarenboven waren er frauduleuze maneuvers om, met medeplichtigheid van Goldman Sachs, de ernst van het probleem te verdoezelen. Bovendien zou een uittreding van Griekenland uit de eurozone minder verwoestende gevolgen hebben gehad dan de uittreding van een « groot » land. Er waren zelfs argumenten om te stellen dat het, zowel voor de euro als voor Griekenland, beter was dat het uit de monetaire unie was gebleven gezien de sterke verschillen met de Noord-Europese landen

En toch werd alles in het werk gesteld, inclusief het ondenkbare, om de eurozone intact te houden. We herinneren ons levendig de uitspraak « Whatever it takes » van Mario Draghi, toenmalig voorzitter van de ECB.

Als men in staat was om hemel en aarde te bewegen om Griekenland en de andere Zuid-Europese landen binnen de Monetaire Unie te houden, zal men dat voor Frankrijk zeker kunnen. Soms wordt als tegenargument gewezen op de omvang: een klein land helpen vergt minder middelen dan een groot land helpen. Dat klopt, maar de gecombineerde omvang van de Zuid-Europese landen woog destijds zwaarder in de Unie dan Frankrijk vandaag, en toch is de reddingsoperatie uitgevoerd!

We moeten ook vaststellen dat de Unie vandaag beter functioneert en er meer convergentie is:

- Duitsland heeft zijn dogma van strikte begrotingsdiscipline laten varen;
- de verschillen in handelsbalansen, tussen de overschotten van de ene – met Duitsland en Nederland op kop – en de tekorten van de andere, met Griekenland als kampioen, zijn kleiner geworden;
- de banken zijn merkelijk solider dan vijftien jaar geleden en de Europese solidariteit ten aanzien van financiële instellingen is versterkt;
- het besef van het belang van de Europese eenheid is vandaag sterker dan vóór Trump aan de macht kwam en vóór de vrees voor de Chinese macht.

Daaruit volgt dat een scenario waarin de rest van Europa zou weigeren om het economisch beleid in de richting te sturen die de toestand in Frankrijk vereist, zeer onwaarschijnlijk is, zelfs indien in Frankrijk of elders extremistische en nationalistische partijen aan de macht zouden komen. Alleen al de herinnering aan het feit dat Frankrijk zich in de jaren tachtig financierde tegen rentevoeten die 3 (’85 tot ’90) tot 6 (’80 tot ’85) procentpunten hoger lag dan de Duitse zou de drang naar een monetaire omwenteling moeten temperen (bron: W. Galand, Montpensier, november 2026).

Gevolgen voor de beleggingsstrategie

De rentestijging is de voorbije tijd een belangrijke ontwikkeling op de financiële markten geweest. Dat is slecht nieuws voor wie ervóór in obligaties heeft belegd, maar goed nieuws voor iedereen die op vandaag een aanzienlijk hogere vergoeding ontvangt op zijn vastrentende effecten. Kortom, de rentestijging maakt obligatiebeleggingen opnieuw aantrekkelijk en pleit ervoor om het gewicht ervan te verhogen en de duratie (rentegevoeligheid) te verlengen.

Wat Frankrijk betreft: niets wijst erop dat de spread – het rentesupplement tegenover een referentie-emittent zoals Duitsland – zijn piek heeft bereikt. De overheersende visie is dat er tot aan de presidentsverkiezingen, en de erop volgende parlementsverkiezingen, geen reden is waarom de bezorgdheid over Frankrijk zou afnemen. Tegelijkertijd creëert het renteverschil vandaag een hoge opportuniteitskost voor wie voor zijn beleggingen in staatsobligaties de voorkeur geeft aan Duitsland boven Frankrijk.

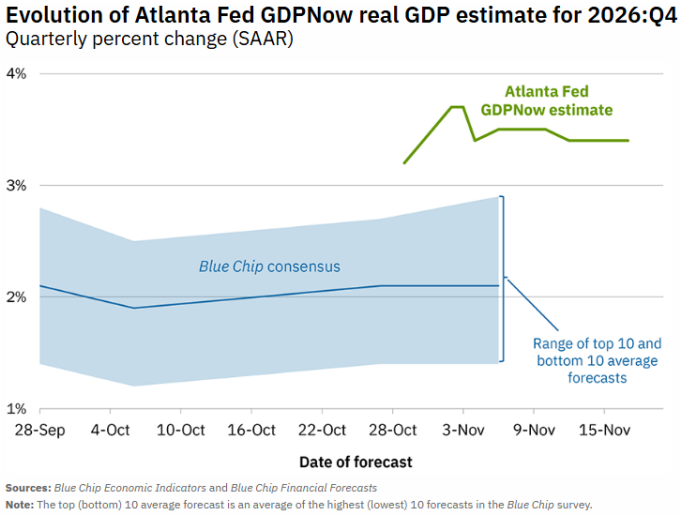
Aangezien de vrees voor een Frexit – een uittreding van Frankrijk uit de monetaire unie – en voor een wanbetaling van de Franse staat zeer, zeer sterk moet worden gerelativeerd, is een blootstelling aan Franse overheidsschuld voor een belegger met een middellange beleggingshorizon niet zo roekeloos als het verhaal over een onbestuurbaar land zou kunnen doen vermoeden.

Etienne de Callataÿ – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Amerikaanse economie is en blijft in goeden doen…

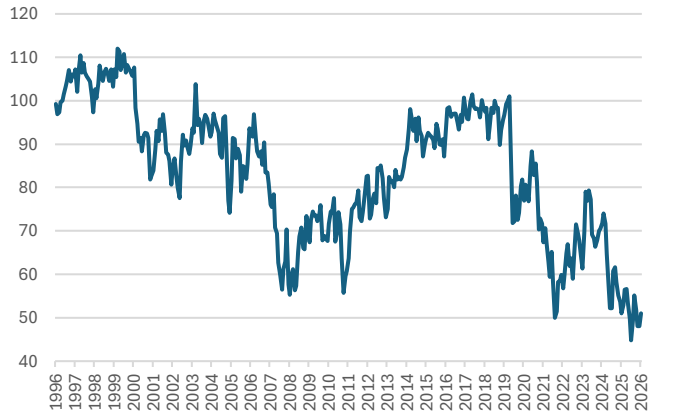
De Amerikaanse economie blijft het zeer goed doen, met een **reële groei van 3,5% in het derde trimester**. Dat is duidelijk **beter dan de 3,2%** die economen hadden **verwacht** en **een versnelling** ten opzichte van het tweede trimester (2.2%). Dit cijfer werd trouwens in de loop van het afgelopen trimester sterk (met 0,8 procentpunt) naar boven bijgesteld. Op basis van de voorlopende PMI-indicatoren blijven **de vooruitzichten** voor de Amerikaanse economie **zeer gunstig** en mogen we ons zelfs aan een mogelijke groeiversnelling verwachten. Ook de Atlanta Fed GDPNow-inschatting geeft aan dat de groei niet zal verzwakken.



Bron: Atlanta Fed – "live" inschatting van het BNP

… en niet enkel dankzij AI

Hoewel we zeker niet zullen ontkennen dat de massale **investeringen in AI en datacenters** een invloed hebben op de groei, is het **niet de verklarende factor**. De reden hiervoor is dubbel: het merendeel van de chips in de datacenters wordt geïmporteerd en draagt dus niet bij tot het bbp (bruto binnenlands product). **Een belangrijkere factor zijn echter de consumentenbestedingen**. Deze namen, net zoals vorig trimester, met 3,8% toe. **De intrigerende paradox** van de afgelopen trimesters, **blijft dus bestaan**: het **consumenten-vertrouwen** bevindt zich **op historisch lage niveaus**, **en toch blijft men besteden**.



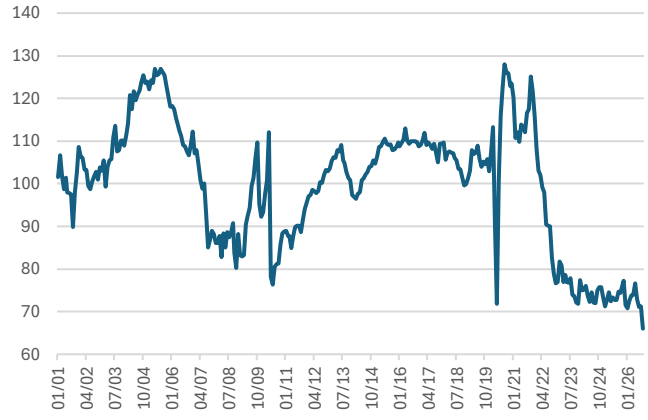
Bron: Univerity of Michigan – Consumer Confidence

Hoe deze paradox verklaren?

We zien hiervoor een aantal mogelijke verklaringen. Een eerste is de zogenaamde **"no-hire, no-fire"-economie**, waarbij lage werkloosheid, in combinatie met beperkte jobcreatie, **voldoende geruststellend is om te besteden, maar niet om positief gestemd te zijn**. We zagen hier de laatste maanden goed nieuws, met een licht aantrekkende jobcreatie en een terugval van de werkloosheid. **Een andere verklaring is de dichotomie tussen de respondenten van enquêtes en de bestedingen**. In de enquêtes is de armere helft van de bevolking licht oververtegenwoordigd (diegene die hoger op de sociale ladder staan hebben de neiging om minder deel te nemen aan enquêtes), terwijl zij slechts een minderheid van de consumptie vertegenwoordigt. Het zijn nu net de betere verdieners die genieten van het welvaartseffect dankzij hun in waarde stijgende activa en hieruit vertrouwen putten om hun bestedingen op peil houden.

Desalniettemin enkele wolkjes aan een blauwe hemel

Wil dat zeggen dat er geen vuiltje aan de lucht is? Nee. De **spaarquote is zeer sterk teruggevallen**, waardoor **bijkomende consumptie afhankelijk wordt van de beursevolutie**. Daarnaast dalen de **huizenverkopen naar historisch lage niveaus**, hetgeen in het verleden een indicator was voor een economische vertraging. De kans is echter groot dat de verklaring van deze terugval niet te vinden is in de vraag maar in het aanbod. Volgens Goldman Sachs is bij 2/3den van de huiseigenaren de rente die ze betalen minstens 2 procentpunt lager dan de huidige hypotheekrente. Dit ontmoedigt verkopen zeer sterk omdat ze bij verkoop hun lage rentevoet verliezen. Indien dit de hoofdreden is voor de mindere verkopen, dan is de terugval niet langer een betrouwbare indicator voor een verzwakkende economie.

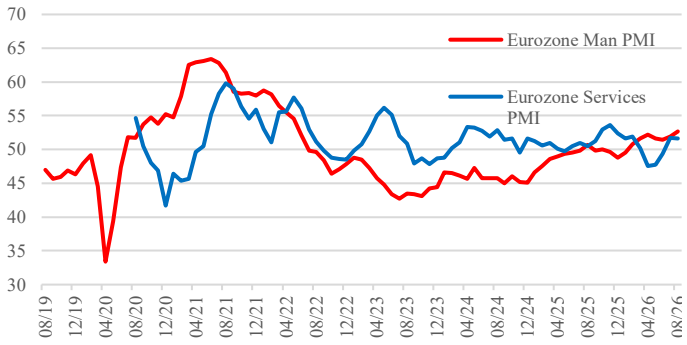


Bron : National Association of Realtors – pending home sales index

In de eurozone is de situatie gunstiger dan gedacht…

Ook in de eurozone is de situatie gunstiger dan vaak wordt gedacht. De begrotingsproblemen in België en Frankrijk maken ons kortzichtig, waardoor we de positieve elementen onvoldoende zien. Zo wordt er voor **Duitsland een groei verwacht van 1,3%.** Toegegeven, duidelijk lager dan de groei in de VS, maar wel **significant hoger dan de 0,8% die in het begin van het jaar werd verwacht**. **Ook de landen in Zuid-Europa doen het goed**, met Spanje als primus inter pares: de groei lag er over de afgelopen vijf jaar 5 procentpunten boven die van de

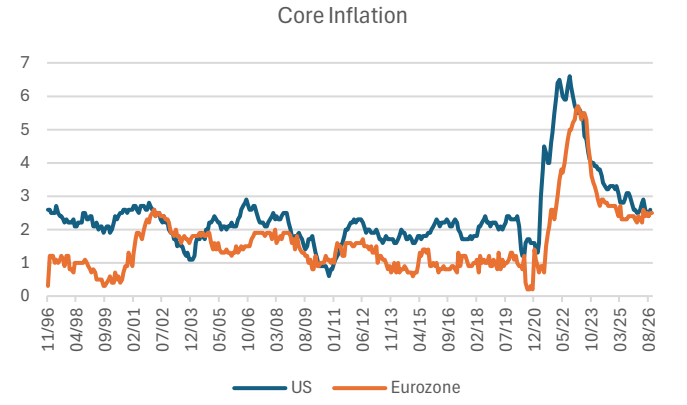
VS. Vanaf een eerder laag niveau, maar toch. De PIIGS of Club Med van tijdens de eurocrisis doen het nog niet zo slecht. De **vooruitzichten blijven gunstig** voor de komende maanden. De voorlopende **PMI-indicatoren** bevinden zich **op het hoogste punt van de afgelopen jaren** en zelfs voor Frankrijk voorspellen ze een aantrekkende groei.



Bron : Bloomberg – PMI indices eurozone

… met inflatie als belangrijkste risico

Het **belangrijkste risico** voor deze eerder gunstige analyse voor zowel de Eurozone als de VS, is **dat de inflatie opnieuw de kop zou opsteken**, **hetgeen het vertrouwen zou fnuiken en de centrale banken zou verplichten de rente op te trekken**, hetgeen al evenmin bevorderlijk is voor de groei. Hoewel we de laatste maanden een toename van de inflatie zagen, blijft de **situatie nog redelijk onder controle**. Zowel in Europa als in de VS bevinden we ons nog duidelijk onder de piek die we in 2022 zagen en is de zogenaamde **kerninflatie**, zonder de volatiele energie- en voedselprijzen, **nog niet echt aan het versnellen.**



Bron : Bloomberg – kern-inflatie in de Eurozone en de VS

Toch mogen we **niet naïef zijn**: we zien een **duidelijke toename van de producentenprijzen in Europa, de VS en China**. Indien deze aanhouden dan zal dit zich vroeg of laat vertalen in stijgende consumentenprijzen, tenzij de bedrijven hun marges verlagen.

Recente evolutie van de olieprijzen kan hier ter hulp schieten…

Hier kunnen de olieprijzen te hulp schieten. We zagen immers een **sterke daling sinds het begin van november**. De verklaring is dubbel: Iran toont zich meer bereid tot een onderhandeld akkoord, iets waarvan Trump, zeker na de zware klappen tijdens de midterms, wellicht ook voorstander is.



Bron : Bloomberg – Prijs van een vat Brent olie

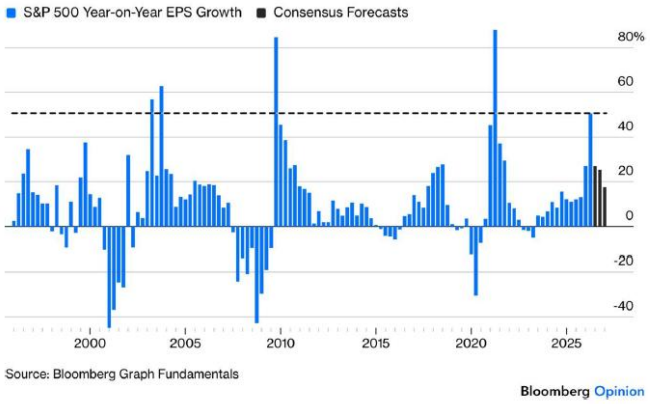
Daarnaast bleek de **productie duidelijk veerkrachtiger** dan redelijkerwijs kon worden verwacht bij de aanvang van de oorlog. Een recente analyse van de IEA gaf aan dat het **aanbod in oktober twee miljoen vaten hoger lag dan de vraag**. We dienen ons echter te hoeden voor overdreven optimisme. Een verdere sterke daling lijkt weinig waarschijnlijk. De geopolitieke situatie blijft instabiel en een risicopremie blijft dus aanwezig. Daarnaast zal het aanvullen (en uitbreiden) van de strategische voorraden nog geruime tijd elke overproductie opslorpen.

… die van gas minder

Specifiek voor Europa en Azië blijft de **situatie op de gasmarkt toch precair.** De manieren waarop olie uit de Golf wordt gesluisd, zijn moeilijk tot niet te gebruiken voor gas. De **voorraden in Europa** bevinden zich op **lage niveaus** en **een koude periode of perikelen bij de toevoer zouden weleens kunnen leiden tot prijspieken**, hetgeen dan weer zou inhakken op het broze economische herstel. **Op langere termijn zijn de vooruitzichten gunstiger.** Opnieuw volgens de IEA zullen nieuwe LNG-projecten tegen 2030 goed zijn voor meer dan 85% van de gasconsumptie in Europa. Daarenboven vormen de hoge prijzen sterke prikkels om zowel de consumptie te matigen als de omslag naar elektrificatie te versnellen.

De bedrijfsresultaten zijn opnieuw uitmuntend…

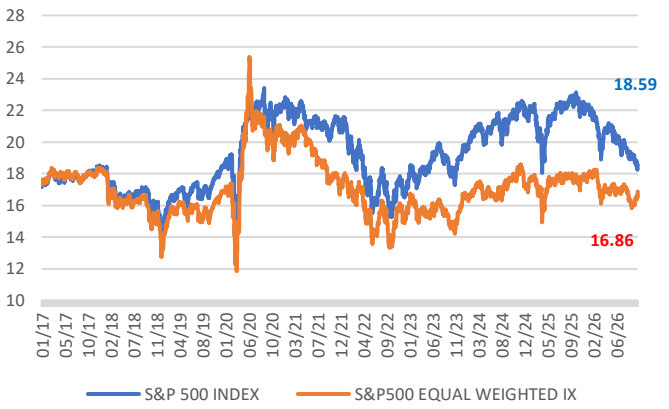
De **bedrijfsresultaten** van het derde trimester, die ondertussen zo goed als volledig gepubliceerd zijn, waren **opnieuw goed in de VS.** De omzet nam toe met zowat 13%, duidelijk beter dan verwacht, en de winst met zowat 27%, hetgeen dan weer meer in lijn met de verwachtingen lag. Een winstgroei zoals we die dit jaar gezien hebben, is zeer uitzonderlijk in een periode die niet voorafgegaan werd door een recessie.



Het valt dus te verwachten dat dit verschroeiende tempo vroeg of laat zal milderen. De hierboven beschreven economische situatie in de VS maakt het echter onwaarschijnlijk dat de winstgroei zal afbrokkelen richting stagnatie.

… met een positieve impact op de waarderingen

De zeer sterke toename van de winsten heeft de stijging van de referentie-index S&P 500 meer dan gecompenseerd. Hierdoor ligt de **huidige waardering**, (18,6x de verwachte winst), maar in **beperkte mate boven het gemiddelde** sinds 1990 (16,7x). De correctie die we zagen bij technologiebedrijven, en in het bijzonder bij de halfgeleiders, leveranciers voor de AI-boom, maakte hun waarderingen een pak redelijker. Zo noteert Nvidia, mede door de perikelen rond CEO Jensen Huang, nog aan amper 12 maal de verwachte winst. Wil dat zeggen dat hals over kop in het bedrijf belegd dient te worden? Neen. Daarvoor zijn we te veel aanhangers van stapsgewijze investeringen en brede diversificatie. Het wil wel zeggen dat we **de keuze voor de Equal Weight-index**, die we in de Spotlight van september nog naar voren schoven, nu **als minder aangewezen zien**. Zeker als we in rekening brengen dat de standaard, marktkapitalisatie-gewogen, index en de Equal Weight-index de afgelopen weken qua waardering duidelijk naar elkaar zijn toegegroeid.



Bron : Bloomberg & Orcadia – waardering van de indices in de VS

Daling van AI maakt de EM opnieuw aantrekkelijker

Het pleit er ook voor om de **voorzichtige houding tegenover de opkomende markten**, waarvan we in het verleden voorstander waren, **te milderen**. We pleiten niet langer voor een onderweging van de **index van de opkomende markten, die sterk gelinkt is aan de AI-chipproductie**. Zo'n 30% van de index bestaat immers uit TSMC, SK Hynix en Samsung Electronics, dé hofleveranciers van chips voor geavanceerde datacenters.

En ook in Europa terugkeer naar het normatief gewicht

Ook in Europa zagen we een herstel van de winstgevendheid, zij het vanuit een laag niveau. Met zowat 80% van de resultaten gepubliceerd, is de trend duidelijk: **een toename van de omzet met zowat 11% en van de winst met 30%.** Gezien de voorlopende indicatoren voor de eurozone en een waardering in lijn ligt met het langetermijngemiddelde, lijkt **een onderweging van de regio niet langer aangewezen**. We pleiten desalniettemin niet voor een overweging, omdat Europa bij uitstek de regio is die het meest te lijden zou hebben moesten de energieprijzen opnieuw de verkeerde richting uitgaan.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

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

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – Geert.Debruyne@orcadia.eu

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.