EXPERTVISIE

Langetermijnrente: anatomie van een stijging

De analyse van Florent Wabont

HOOFDECONOOM BIJ DNCA FINANCE. AFGEWERKT OP 27/10/2026.



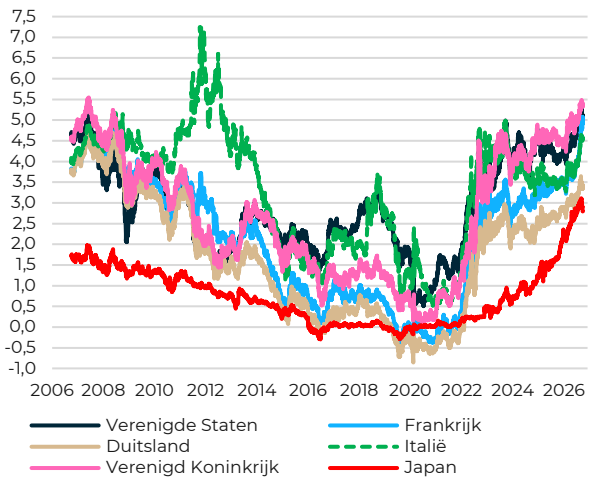
Florent Wabont

De rendementen op staatsobligaties van de meeste ontwikkelde landen zijn sinds het begin van de zomer vrijwel onafgebroken gestegen. Die rentestijging versnelde duidelijk eind augustus en legde daarbij verschillende bestaande zwakke plekken bloot, met name in Frankrijk. Sinds oktober lijkt bovendien een nieuwe fase te zijn ingezet, gekenmerkt door een beginnende daling van de langetermijnrente. In die context, en nu er enkele maanden zijn verstreken, achten wij het zinvol deze ontwikkelingen nader te duiden. Daarbij komen verschillende, onderling samenhangende thema's aan bod, waarna we uiteenlopende mogelijke scenario's verkennen.

Van 30 juni tot 26 oktober steeg de Amerikaanse 10-jaarsrente van 4,47% naar 4,99%, na een piek van 5,30% op 5 oktober (zie grafiek 1). Over dezelfde periode ging de Duitse 10-jaarsrente van 2,86% naar 3,37%, de Franse van 3,65% naar 4,90% en de Britse van 4,76% naar 5,34%. Deze wereldwijde beweging is het gevolg van een geheel van factoren.

De spanningen op de langetermijnrente vielen in de eerste plaats samen met een verslechtering van de geopolitieke context en een stijging van de olieprijs met bijna 40$ (van ~75$/vat naar ~115$ voor Brent), wat de vrees voor nieuwe inflatieopstoten aanwakkerde. Als gevolg daarvan werden de marktverwachtingen voor de beleidsrentes fors naar boven bijgesteld, zonder veel onderscheid tussen de belangrijkste centrale banken. Tegelijk versterkten de Amerikaanse economische cijfers die in die periode werden gepubliceerd het beeld van een heropleving van de activiteit, waardoor de vooruitzichten verbeterden voor de nominale groei[1], een macro-economische variabele die nauw samenhangt met de evolutie van de langetermijnrente. In dat opzicht moet de wereldwijde dimensie van deze beweging ook worden begrepen via de rol van de Amerikaanse 10-jaarsrente, die men kan vergelijken met een zon waarrond de internationale financiële markten draaien. Daarnaast kan de concurrentie om kapitaal, versterkt door de toegenomen schuldenlast van spelers die betrokken zijn bij de ontwikkeling van artificiële intelligentie (AI), de vraag naar staatspapier hebben afgeremd en het absorptievermogen van de markt voor nieuwe uitgiften hebben beperkt, wat bijkomende opwaartse druk op de rente zette. Daar komen ten slotte nog de begrotingsproblemen en de aanhoudende tekorten in verschillende landen bij. Om de onzekerheid en het toenemende risico rond de overheidsfinanciën te compenseren, eisen beleggers een hoger rendement om op lange termijn aan overheden te lenen. Vooraleer we de fase van relatieve ontspanning sinds begin oktober en de mogelijke scenario's voor de komende maanden bekijken, verdient één land dat bijzonder zwaar getroffen wordt door deze problematiek, en waarvan de langetermijnrente het sterkst afwijkt, onze aandacht: Frankrijk.

Grafiek 1: Evolutie van de 10-jaarsrente in een selectie van ontwikkelde landen

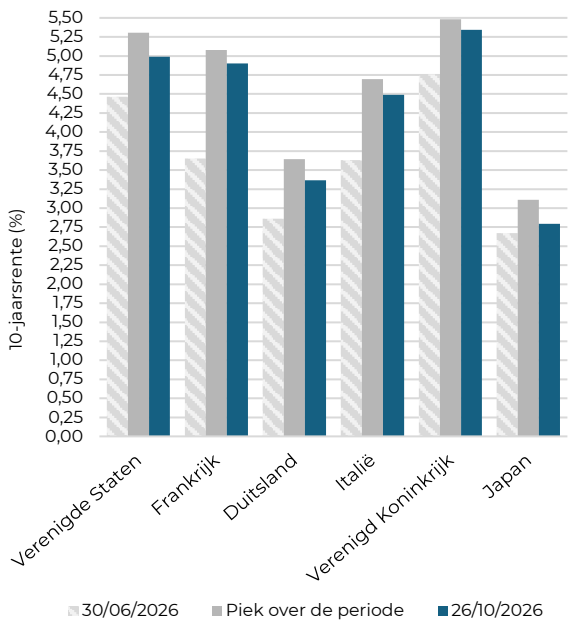


Bron: Bloomberg, dagelijkse gegevens per 26/10/2026.

[1]Combinatie van de reële bbp-groei en de inflatie

Het verschil tussen de Franse en de Duitse 10-jaarsrente (de *spread*) is de voorbije weken fors opgelopen en bedraagt nu 1,54% op 26/10, tegenover 0,79% eind juni. Die evolutie weerspiegelt zowel een sluimerende politieke verlamming die een consensus over de begroting in de weg staat, als het ontstaan van een soort "vicieuze cirkel", gevoed door dezelfde factoren die aan de basis liggen van de algemene rentestijging, waaraan ook Frankrijk niet ontsnapt. Deze situatie weegt op een al weinig dynamische economie en maakt de begrotingsvergelijking nog moeilijker, doordat de rentelasten toenemen en het traject van tekortafbouw in het gedrang komt (verwacht rond ~5,5% in 2026, tegenover de grens van 3% uit de Maastrichtcriteria). Die verslechtering van de vooruitzichten zet beleggers op haar beurt aan om een hogere risicopremie te eisen. Het mechanisme versterkt zichzelf. Tegelijk hebben de omvang en de snelheid van dit fenomeen verschillende waarnemers en commentatoren ertoe gebracht de mogelijkheid van een ingreep door de ECB te opperen om de situatie te kalmeren.

Grafiek 2: Inzoomen op de recente periode



Bron: Bloomberg, dagelijkse gegevens per 26/10/2026.

WELKE SCENARIO'S ZIJN DAN DENKBAAR?

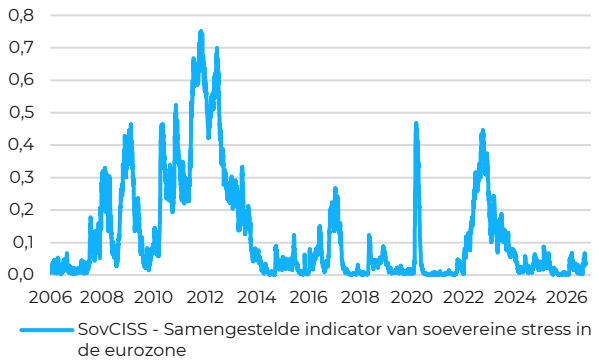
Laat ons meteen duidelijk zijn: een ingreep van de ECB lijkt in dit stadium weinig waarschijnlijk. Ten eerste omdat die moral hazard zou veroorzaken.

Als men de redenering op de spits drijft, zou Frankrijk "redden" neerkomen op het legitimeren van begrotingsindiscipline onder het "voorwendsel" van het systemische belang van het land. Ten tweede vanwege de onafhankelijkheid van de ECB ten opzichte van de politiek, wat het debat over fiscale dominantie[2] opnieuw zou aanwakkeren. Ten derde omdat de buitensporigtekortprocedure van de Europese Commissie, waaraan Frankrijk nog steeds onderworpen is, de activering van het anti-fragmentatie-instrument van de ECB (TPI)[3] bemoeilijkt, met name gezien de toelatingscriteria ervan. Het OMT-programma[4] zou Frankrijk dan weer kunnen verplichten zich te onderwerpen aan een strikt regime van begrotingsconsolidatie. Sommigen zullen evenwel aanvoeren dat regels op dit vlak er soms zijn om veranderd te worden. Intussen blijven ook andere werkwijzen mogelijk. Zo zouden stapsgewijze ingrepen – eerst verbaal, vervolgens via een trager tempo van balansafbouw door de ECB of via gerichte operaties om de liquiditeit te waarborgen – gerechtvaardigd kunnen zijn indien de oplopende Franse spread de goede transmissie van het monetair beleid in de eurozone en het inflatietraject zou bedreigen via de negatieve gevolgen voor de economische activiteit; des te meer als de beweging overslaat naar de financieringskosten van andere landen (Italië, Spanje, Portugal…). Op het moment van schrijven is de mate van besmetting ontegensprekelijk hoger dan de voorbije maanden, maar historisch gezien blijft ze beperkt (zie grafiek 3) en lijkt er bovendien geen kritieke drempel te zijn overschreden. De stijging van de rendementen op staatsobligaties en de daaruit volgende verkrapping van de financiële voorwaarden vormen daarentegen wel een risico voor de ECB (zie verder).

Het oplossen van de "Franse vergelijking" vereist bovendien dat men verschillende binnenlandse en internationale parameters kan inschatten, met andere woorden dat men kan bepalen 1) of er op korte termijn een begroting wordt goedgekeurd en binnen welke termijn, wie de presidentsverkiezingen van 2027 wint en met welk economisch programma, maar ook hoe het politieke evenwicht eruitziet na de parlementsverkiezingen en hoe het sociale klimaat er op dat moment voor staat; 2) wat de evolutie van de geopolitieke omgeving, per definitie zeer onzeker, ons zal brengen; 3) welke houding de ECB werkelijk zal aannemen. Hoewel geen van deze vragen een evident antwoord oplevert, dringt een eenvoudigere vaststelling zich op. De komende zes maanden zullen wellicht gekenmerkt worden door een sterke volatiliteit, met het risico dat de Franse spread verder oploopt of rond de huidige niveaus blijft schommelen.

[2]Fiscale dominantie: theoretische situatie waarin het monetair beleid ondergeschikt wordt aan de financieringsbehoeften van de overheden, ten koste van de doelstelling van prijsstabiliteit.
[3]Transmission Protection Instrument: "anti-fragmentatie"-instrument dat de ECB in juli 2022 invoerde en dat gerichte aankopen van staatsobligaties mogelijk maakt om spanningen op de markten tegen te gaan (in het bijzonder oplopende spreads tussen landen) die de goede transmissie van het monetair beleid bedreigen, mits aan de toelatingscriteria is voldaan.
[4]Outright Monetary Transactions: programma dat de ECB in september 2012 aankondigde en dat aankopen van staatsobligaties op de secundaire markt mogelijk maakt om de goede transmissie van het monetair beleid te vrijwaren, onder strikte economische en budgettaire voorwaarden in het kader van een Europees financieel bijstandsprogramma.

Grafiek 3: Evolutie van de soevereine stress in de eurozone



Bronnen: ECB, ECB Data Portal. De SovCISS (Composite Indicator of Systemic Sovereign Stress) is een samengestelde indicator, ontwikkeld door de Europese Centrale Bank (ECB), die schommelt tussen 0 en 1 en de financiële stress op overheidsschuld meet door niet alleen rekening te houden met de spreads, maar ook met de volatiliteit en de liquiditeit. Dagelijkse gegevens per 22/10/2026.

Wat de verdere evolutie op wereldvlak betreft, speelt een hele reeks factoren mee, zoals het geopolitieke risico, de koers van het monetair beleid, de vragen rond de ontwikkeling van artificiële intelligentie (AI) en de uitkomst van de tussentijdse verkiezingen in de Verenigde Staten *(midterms)*.

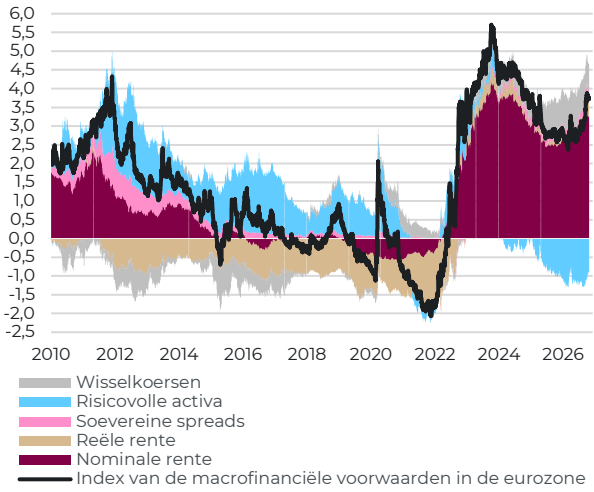
De energieprijzen zijn recent opnieuw gestegen, met Brentolie die nu rond 115 $/vat noteert (tegenover ~100$ begin deze maand). De gasfutures schommelen rond 95€/MWh (vs ~75 €). Hoewel de uitvoer van ruwe olie uit de Golfstaten bijna opnieuw het vooroorlogse niveau heeft bereikt, houdt het toenemende aantal aanvallen op schepen die zich in de Straat van Hormuz wagen de druk op de kosten van het zeetransport, en uiteindelijk op de olieprijzen, hoog. Op dat vlak blijft de zichtbaarheid zeer beperkt. Voor de centrale banken houdt deze situatie het risico in dat de inflatiedruk nog verder toeneemt. Toch mogen we de geografische verschillen die blijven bestaan niet uit het oog verliezen, met name tussen de Verenigde Staten en de eurozone. Zoals we in september schreven (zie onze vorige Expertvisies), was de onderliggende inflatie aan de overkant van de Atlantische Oceaan al hoog vóór de oorlog in Iran en is ze sindsdien alleen maar verder opgelopen.

De economische activiteit is er goed georiënteerd, gedragen door de gezonde financiële positie van de private sector, de AI-investeringen en de gezinsconsumptie, die ondersteund wordt door een vermogenseffect dankzij de stijgende aandelenmarkten. Ook de arbeidsmarktindicatoren blijven verbeteren. Hoewel de Fed haar beleidsrente op 28 oktober wellicht niet zal verhogen, in lijn met de signalen die tot nu toe via de media werden verspreid (en terwijl de macro-economische omstandigheden een nieuwe verhoging zouden kunnen rechtvaardigen), blijft een terugkeer naar de situatie van vóór de drie renteverlagingen van 2025 voor ons het meest waarschijnlijke scenario, namelijk een beleidsrente van 4,5% (bovengrens van de vork) tegen het einde van het eerste kwartaal van 2027.

In de eurozone daarentegen blijft de inflatiedruk hoofdzakelijk energiegedreven en zijn er in dit stadium weinig tekenen van verspreiding naar de andere categorieën van de prijsindex. De arbeidsmarkt blijft weinig krap en weinig bevorderlijk voor looninflatie. De ondernemingsenquêtes die in oktober werden gepubliceerd lijken dat te bevestigen, maar beginnen ook de negatieve impact op de activiteit bloot te leggen van de dubbele schok van inflatie en verkrapping van de financiële voorwaarden (zie de illustratie in grafiek 4). Een dergelijke situatie lijkt ons dan ook nog steeds van aard om de ECB te beperken in de omvang van haar renteverhogingen. Ook voor haar vergadering van 29 oktober wordt een status quo verwacht, maar ons scenario van een depositorente van 2,75%, wat een laatste verhoging in december impliceert, blijft actueel, gezien de recente stijging van de energieprijzen. Boven de drempel van 2,75%-3% zijn volgens ons tastbare bewijzen van tweederonde-effecten nodig om verdere stappen te “rechtvaardigen”.

Daarnaast ligt de recente daling van de Duitse rente, zowel op korte als op lange termijn, in het verlengde van een neerwaartse herziening, sinds enkele weken, van de marktverwachtingen voor verhogingen van de beleidsrente. Die beweging lijkt erop te wijzen dat beleggers beter rekening houden met de hierboven vermelde elementen, naast de “vlucht naar kwaliteit” die het Franse dossier uitlokte. Beide centrale banken, en ook andere in de ontwikkelde landen, liggen daarentegen op één punt op dezelfde lijn: er zijn geen renteverlagingen in zicht, wat de komende maanden een soort bodem kan vormen voor de langetermijnrente, behalve in geval van een recessie.

Grafiek 4: Evolutie van de financiële voorwaarden in de eurozone, opgesplitst naar belangrijkste bijdragen



Bronnen: Bletzinger, Martorana en Mistak (2026), “Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area”. De Macro-Finance FCI (ECB) is een samengestelde index van de financiële voorwaarden in de eurozone, die negen activaprijzen samenbrengt. Hij meet de mate van verkrapping of versoepeling van de financiële voorwaarden. Een stijging (daling) van de index wijst op een verkrapping (versoepeling) van de financiële voorwaarden. Dagelijkse gegevens per 21/10/2026.

Naast de binnenlandse context spelen ook internationale invloeden. De daling van de Duitse rente volgde op die van de

Amerikaanse rente (zoals te zien in grafiek 2) en viel bovendien samen met toenemende ongerustheid rond het AI-thema. Opnieuw wordt getwijfeld aan een duurzaam rendement op de massale investeringen, terwijl de financieringskosten voor de betrokken bedrijven blijven stijgen, samen met de rendementen op staatsobligaties. Dat leidt tot een bijzonder uitgesproken rotatie binnen de betrokken sectoren, die aan de oppervlakte van de grote indices nauwelijks zichtbaar is. Zo daalde de SOX-index van halfgeleiderbedrijven sinds 8 oktober met 12,2% in $, terwijl de Amerikaanse technologiesector over dezelfde periode 4,9% verloor en de S&P 500 1,1%. Die rotaties hebben de risicoaversie en een vlucht naar "veilige havens" mogelijk in de hand gewerkt, wat bijdroeg tot de daling van de rendementen op staatsobligaties. Toch moet ook worden opgemerkt dat de stijging van de olieprijs in oktober niet gepaard ging met een bijkomende rentestijging, integendeel. Zijn dit de eerste tekenen dat de markt ervan uitgaat dat deze energieschok zich omzet in een negatieve vraagschok? Dat verklaart wellicht een deel van de daling van de Europese rente. Maar ook andere factoren, zoals portefeuilleherschikkingen naar obligaties op renteniveaus die voortaan als aantrekkelijk worden beschouwd, kunnen tot de beweging hebben bijgedragen.

Los daarvan zorgen ook de *midterms* voor de nodige onzekerheid. Momenteel tonen de peilingen dat de Republikeinen terrein verliezen in het Huis van Afgevaardigden, en mogelijk ook in de Senaat, wat wijst op een mogelijke "Democratische golf". De economische gevolgen blijven nog onduidelijk, maar meer steun voor een strengere regulering van AI en hogere sociale uitgaven worden overwogen. Er rijzen ook vragen over de evolutie van de Amerikaanse betrokkenheid bij het conflict in Iran.

Al met al wijst de afweging van al deze elementen op een aanhoudende omgeving van hoge rentes. Het inflatierisico is nog steeds aanwezig, de wereldwijde economische cyclus blijft ondanks alles ondersteunend en de centrale banken blijven alert. De fiscale risicopremie blijft bestaan in Frankrijk, maar ook in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Uiteraard bestaan er ook factoren die tot een daling van de rendementen op staatsobligaties kunnen leiden. Een ingreep van de ECB is er één van, maar dat veronderstelt dat de Franse situatie intussen nog verder verslechtert. Een geopolitieke ontspanning zou eveneens de inflatiedruk en de spanningen op de rente kunnen verlichten. Maar die situatie zou tegelijk de economische cyclus kunnen versterken. Het barsten van de (vermeende) AI-zeepbel is een andere. Het klopt dat de AI-investeringen bijdragen aan de Amerikaanse binnenlandse groei, maar ze komen ook de industriële cyclus in Azië en Europa ten goede. De ontwikkeling van AI is een kracht, maar ook een achilleshiel. Grote teleurstellingen op dat vlak, samen met een forse beurscorrectie, zouden zo tot een recessie kunnen leiden, gekoppeld aan een ingreep van de centrale banken. Het is vandaag echter niet de bedoeling om onheilsprofeet te spelen, aangezien we nog maar aan het prille begin staan van de adoptie van deze technologie. Hetzelfde geldt voor de verwachte productiviteitswinsten. De mogelijke scenario's blijven talrijk. Anderzijds mogen we de structurele transformaties van onze economieën en de toenemende investeringsbehoeften die ze met zich meebrengen, en die de rente op een hoog niveau kunnen houden, niet uit het oog verliezen… (zie hierover onze vorige Expertvisie)

In een omgeving die door zoveel onzekerheden wordt beheerst, lijkt het hanteren van eenvoudige principes, hieronder bij wijze van conclusie in telegramstijl opgesomd, ons het meest gepaste antwoord:

- Kiezen voor een obligatiebenadering die flexibel is op het vlak van durationrisico en geografisch opportunistisch;
- Diversifiëren buiten de traditionele activaklassen (aandelen en obligaties), met name door grondstoffen en reële activa op te nemen;
- Het concentratierisico ten opzichte van de grote marktindices verminderen via een combinatie van specifieke thema's en complementaire beleggingsstijlen (value vs groei…).

Dit document is geen aanbod tot inschrijving, noch een beleggingsadvies. De geuite meningen zijn die van het beheerteam en kunnen in de loop van de tijd wijzigen.

Meer informatie op dnca-investments.com.