

## **MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: de weg van de meester**

De noodzaak van een koerswijziging van onze economieën, in het bijzonder in de geïndustrialiseerde wereld, is duidelijker dan ooit. De gevolgen van de klimaatverstoring en de schade aan de biodiversiteit op de menselijke gezondheid en levenskwaliteit worden steeds tastbaarder. De klimaatscepsis, hoewel nog steeds veel te wijdverspreid gezien de wetenschappelijke consensus, neemt af, maar de rol van de financiële wereld in de transitie krijgt van verschillende kanten tegenwind. Omdat duurzaam beleggen van het vermogen dat onze klanten ons toevertrouwen de kern vormt van het DNA van Orcadia AM, vonden we het belangrijk om onze visie te delen in het licht van deze recente kritieken.

### ***Wapens en duurzaam beleggen***

De inval van Rusland in Oekraïne in februari 2022, ondertussen al meer dan twee jaar geleden, heeft ons ertoe aangezet om met een andere blik naar de wapenindustrie te kijken. Tot dan was er een brede consensus - ook onder beheerders die een zeer 'light' versie van duurzaam beleggen praktiseerden - om deze sector uit het zogenaamde 'belegbaar' universum te verbannen. Hoewel er vanzelfsprekend ook vóór februari 2022 militaire budgetten, conflicten en dreiging ervan waren, was deze kwestie tot dan toe niet aan de orde.

Vandaag beseffen onze Europese democratieën dat een goed uitgerust leger geen relikwie is van oude angsten, maar een noodzaak is in het licht van de zeer reële gevaren van grootschalige agressie. Indien het een "must" is om te kunnen beschikken over een leger dat zichzelf kan verdedigen, moeten we dan ons oordeel over beursgenoteerde bedrijven die actief zijn in de wapenindustrie niet herzien en ze als "belegbaar", of zelfs positief voor het algemeen belang beschouwen, tot op het punt dat de sector in onze beleggingen een voorkeursbehandeling moet krijgen?

Dit is een legitieme vraag. Het antwoord van de gemeenschap van duurzame beheerders, onderschreven door Orcadia AM, is dat, ondanks het potentiële nut van wapens voor afschrikking, bescherming en verdediging, de sector uitgesloten moet blijven. Eerst en vooral dienen we een onderscheid maken tussen niet beleggen en veroordelen. De meeste lezers van onze maandelijkse nieuwsbrief genieten van een glas wijn of bier en zijn tegelijkertijd voor de uitsluiting van de sector van de alcoholische dranken uit het beleggingsuniversum van duurzame beheerders. Je vermogen niet beleggen in een bepaalde sector betekent niet dat je oproept om de activiteit te verbannen. Vervolgens moeten we kijken wie de klanten van de wapenindustrie zijn. Als ze alleen aan stabiele, democratische staten zouden verkopen, zouden we vanuit ethisch oogpunt gerustgesteld zijn. In dat geval moeten we ons wel afvragen wat het nut van een beursnotering is voor hen die exclusief leveren aan bevriende staten.

Staten zouden immers deze bedrijven de nodige financiering verschaffen. Laten we duidelijk zijn dat we niets hebben tegen beursgenoteerde bedrijven en hun streven om hun winst te

verhogen, het is immers de kern van onze business, maar we moeten ons realiseren dat het streven naar meer winst in deze sectorspecifieke gevaren inhoud. Ten eerste kan het de verleiding verhogen om bevriende staten te veel aan te rekenen en ten tweede, en veel belangrijker, aanzetten te verkopen aan niet-bevriende staten, of zelfs aan kopers die betrokken zijn bij rebelle of georganiseerde misdaad.

### ***Performance van duurzaam beleggen***

We ervoeren in 2022, door de oorlog en de stijging van de energieprijzen, dat duurzaam beleggen voor een gegeven risiconiveau gedurende een bepaalde periode minder kan presteren dan traditionele beleggingen. Nu door de spanningen in het Midden-Oosten en Iran de prijs van een vat olie opnieuw zou kunnen stijgen, steekt terug het idee de kop op dat zich beperken tot duurzaam beleggen zou leiden tot een lager rendement voor een gegeven risico en dat een beheerder aan zijn plicht, zijn fiduciaire verantwoordelijkheid, zou verzaken door duurzaam beleggen aan te moedigen. Voor sommigen is zelfs het toestaan van duurzaam beleggen onaanvaardbaar.

Hoewel niet te ontkennen valt dat duurzaam beleggen periodes van underperformance kan doormaken moeten we op basis van historische gegevens resoluut het idee verwerpen dat de keuze voor duurzaam beheer de belegger op de lange termijn geld kost. Voor Orcadia AM, op basis van de methodologie van MSCI, onze belangrijkste leverancier van ESG-gegevens (Environment, Social, Governance), zijn de cijfers duidelijk: sinds 2007, bij aanvang van de gegevens, presteerde duurzaam beleggen gemiddeld beter dan conventioneel beleggen. En hoewel er in 2022 inderdaad sprake is van underperformance, is dit de uitzondering die, zoals het hoort, de regel bevestigt. Bovendien is de sector van de fossiele brandstoffen de laatste tijd verre van flamboyant!

Begin 2024 presteren duurzame beleggingen opnieuw ondermaats. Dit jaar is er een andere verklarende factor dan de uitsluiting van sectoren als kolen en wapens. De prestaties van duurzame beleggen kunnen tijdelijk worden beïnvloed door specifieke ontwikkelingen binnen een bepaalde sector. In de VS zal de recente performance merkkelijk verschillen indien de duurzaamheidsfilter Nvidia uitsluit en Tesla weerhoudt, of omgekeerd. Onze performance dit jaar heeft hieronder te lijden omdat het MSCI Nvidia, Meta of Apple uitsluit, maar Tesla en Microsoft behoudt.

### ***Geen structurele terugval in duurzaam beleggen***

Noch de terugkeer ten gunste van militaire uitgaven, noch een voorbijgaande episode van underperformance vormen een bedreiging voor duurzaam beleggen, dat aan belang won en volgens ons zal blijven winnen. Toegegeven, op basis van het hierboven aangehaalde argument van fiduciaire verantwoordelijkheid is er druk, vooral in bepaalde, meer conservatieve, delen van de Verenigde Staten, waar niet toevallig fossiele brandstoffen werden en worden

geproduceerd, om de groei van duurzaam beleggen tegen te gaan. Er is geen sprake van trendmatige underperformance, hoewel a priori een inperking van het 'belegbare' universum tot een dergelijk resultaat had moeten leiden. Dit is uitgebreid bestudeerd en de academische conclusie is duidelijk: verschillende factoren samen verklaren dit gebrek aan underperformance.

Onder druk van bepaalde Amerikaanse staten trokken enkele grote Amerikaanse fondsbeheerders zich terug uit een initiatief van de sector om duurzaam beleggen te promoten, maar deze vertragungstactieken zullen op zowel performance als publieke druk stuiten. In een artikel in de Harvard Political Review wordt een onderzoek aangehaald waaruit blijkt dat 59% van de jonge Amerikanen zegt bezorgd of zeer bezorgd te zijn over het klimaat.

Anderzijds dienen we vast te stellen - en te verwelkomen - dat er strengere eisen worden gesteld aan beursgenoteerde bedrijven en aan beheerders om "greenwashing" tegen te gaan. Zo liet de Europese Commissie dit voorjaar haar tanden zien aan de luchtvaartsector, die dol is op onbewezen milieucclaims, en zullen een aantal fondsen hun claims op vlak van duurzaam beheer moeten opbergen. Op termijn zal dit duurzaam beleggen ten goede komen!

### ***Mode-effect***

De basisindicator voor waarderingen op beleggingsvlak is de koers-winstverhouding. Deze kan worden berekend voor een bedrijf. Maar ook op een geaggregeerde basis voor een land of

regio of voor een sector. Als de koers-winstverhouding ver boven het historische gemiddelde uitstijgt of boven de niveaus elders, is dat een signaal dat de markten duur zijn en slachtoffer kunnen zijn van een modegril of zelfs het ontstaan van een financiële zeepbel.

De bovengenoemde trendmatig outperformance van duurzame indices had het resultaat kunnen zijn van een hype, met stijgende koers-winstverhouding als gevolg en een onvermijdelijke daling in het vooruitzicht. Gelukkig is dit niet het geval. Ondanks hun outperformance hebben duurzame bedrijven geen koers-winstverhouding die losstaat van die van hun niet-duurzame concurrenten. De verklaring is duidelijk: hun winsten hebben zich gunstig ontwikkeld! De outperformance van duurzame beleggingen is dus duurzaam!

\*

\* \*

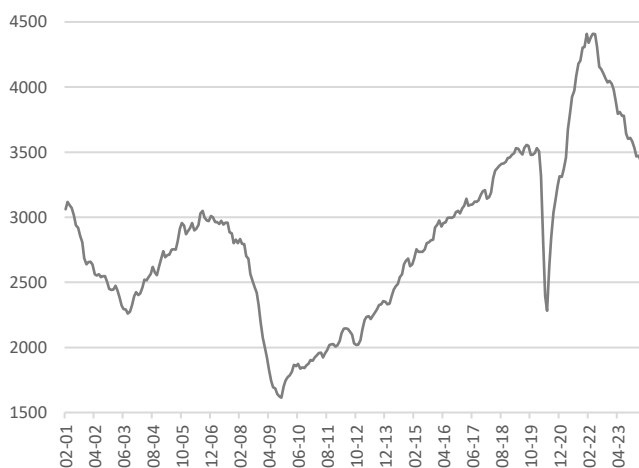
Duurzaam beleggen is geen wondermiddel om de overgang van onze economieën te garanderen. Enerzijds omdat de gegevens en methodologieën altijd vatbaar zullen zijn voor kritiek en anderzijds omdat andere hefboomen – in het bijzonder een aanpassing van ons gedrag - zullen moeten worden geactiveerd. Maar duurzaam beleggen is naar onze mening een deel van de oplossing zonder dat het aan ons als vermogensbeheerder gestelde vertrouwen wordt geschonden.

Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATIE & STRATEGIE

### Amerikaanse arbeidsmarkt blijft solide

De Amerikaanse economie blijft goed presteren. Zo werden in maart meer dan 300.000 nieuwe jobs gecreëerd, veel meer dan de verwachte 200.000. Het was ook een toename tegenover januari en februari. Dat er in april zowat 65.000 jobs minder werden gecreëerd dan verwacht verontrust ons niet. Ten eerste omdat het aantal bijkomende jobs (175.000) significant blijft en ten tweede omdat het minder dan verwachte cijfer van april gecompenseerd wordt door het beter dan verwachte cijfer van maart. We zien echter ook dat het aantal mensen dat zelf ontslag neemt verder terugvalt, maar desalniettemin hoog blijft. Dit kan gezien worden als een signaal dat werknemers net iets minder makkelijk dan voorheen elders een beter betaalde job vinden.



Bron: Bloomberg – US Job Quits (x 1000)

De combinatie van beiden wijst er ons inziens op dat de arbeidsmarkt meer en meer evolueert naar “niet te koud, niet te warm”. Indicatoren rond de loongroei geven aan dat deze ook langzaam normaliseren. De huidige toename van 4 tot 5% ligt niet meer zo ver boven het pre-pandemisch gemiddelde van 3 tot 4 procent, zeker niet in het licht van productiviteitswinsten die weer toenemen.

### Amerikaanse consument blijft goed draaiende motor ...

Onze visie dat de Amerikaanse consument door de combinatie van jobcreatie en loonstijging de motor is van de Amerikaanse economie blijft onveranderd. We zagen dit ook bij de publicatie van de BNP-cijfers van het eerste kwartaal. Dat dit lager was dan verwacht was te wijten aan de toename van het handelstekort en de evolutie van de voorraden aangezien de kleinhandelsverkopen (zeer) sterk blijven. In maart namen ze toe met maar liefst 0.7% daar waar economen zich aan 0.3% hadden verwacht.

### ... maar onderliggende spanningen nemen toe

We hadden het er al eerder over in onze spotlight: de dichotomie tussen de minder en beter bedeeden neemt toe. De eersten hebben minder kunnen sparen tijdens de covid-periode en deze spaarpot is ondertussen opgesoupeerd. Aangezien ze minder (of vaak geen) vastgoed of beleggingsportefeuilles bezitten, hebben ze nauwelijks (of niet) kunnen genieten van het “wealth effect” veroorzaakt door de toename van de waarde van hun activa. Economen schatten

dat een toename van de activa met 1 dollar de consumptie in de VS verhoogt met 4 à 5 cent. Commentaren van bedrijven die vooral de lagere sociale klasse bedienen logen er niet om: hun klanten beginnen het moeilijk te hebben. Een ander voorbeeld is de merkelijke toename van het percentage wanbetalers op kredietkaartschulden dat bij deze bevolkingsgroep toeneemt maar amper bij American Express van wie de klanten gemiddeld gesproken duidelijk rijker zijn. Voorlopig is dit een knipperlicht dat ons nog niet te zeer verontrust. Tijdens de publicatie van hun cijfers omschreven verschillende banken de toename van het aantal wanbetalingen en kredietverliezen immers als een normalisatie.

### Europa klimt uit het economisch dal

In Europa verbeterden de economische cijfers stapsgewijs. De voorlopende PMI-indicatoren voor de industrie blijven weliswaar zwak maar verbeteren wel (met Duitsland als uitzondering) maar dankzij de dienstensector komt de indicator voor de economie in haar geheel uit op 51.4 voor april, een duidelijke stijging tegenover een maand eerder (50.3) en ook merkkelijk beter dan verwacht (50.8). Ook hier is Duitsland de uitzondering. Opvallend is dat vooral de zuidelijkere landen van de eurozone betere economische cijfers kunnen voorleggen. Zo stegen de kleinhandelsverkopen in Frankrijk in maart met 0.4% en zien we dat in Spanje het BNP in het eerste kwartaal, dankzij een toename van zowel de interne als de externe vraag, met 0.7% toenam, merkkelijk meer dan de verwachte 0.4%.

Ook Italië, het eeuwige zwakke broertje, zag een toename van het BNP met 0.3%, meer dan verwacht. Bij deze goede cijfers dient wel een kanttekening geplaatst te worden. De positieve cijfers van de afgelopen tijden werden in belangrijke mate ondersteund door de zogenaamde “superbonus”. Bij deze tijdens de covid-crisis in het leven geroepen steunmaatregel krijgen Italiaanse huiseigenaren een belastingkrediet van 110% voor investeringen die de energie-efficiëntie van hun woningen verhoogt. De maatregel had (en heeft) zo veel succes dat het overheidstekort in 2023 opliep tot 7.2% van het BNP. In Duitsland zagen we het tegenovergestelde: door het vonnis rond de zogenaamde “Schuldenbremse” diende in allerijl maatregelen genomen te worden om het tekort met 2% van het BNP terug te dringen. Dit woog op de Duitse economie die het al moeilijk had gezien het bovengemiddeld belang van de industrie die het momenteel zwaar heeft. De situatie in Duitsland zou langzaam moeten verbeteren met een wereldeconomie die er beter draait. De afnemende fiscale impuls in Italië zou dan weer (deels) gecompenseerd moeten worden door stimuli komende van het Europees steunfonds waar Italië een van de belangrijkste ontvangers is en waarvan, door vertragingen, amper een derde van de voorziene 750 miljard is besteed.

### Amerikaanse inflatie stabiliseert

De beter dan verwachte economische groei in de VS zorgt dat de inflatie er minder afneemt dan een aantal maanden geleden verwacht werd. Meer nog, het lijkt er zelfs op dat ze stabiliseert of zelfs langzaam terug stijgt. De gemiddelde geannualiseerde core-inflatie over de laatste 3 en 6 maanden is hoger dan de inflatie van het afgelopen jaar. We kunnen dus niet langer zeggen dat de inflatie “automatisch” zal dalen naarmate de

**tijd verstrijkt.** We zien ook dat de inflatie van de zogenaamde “sticky” goederen, waarvan het een tijdje duurt voor ze in prijs stijgen en waarvan de prijs bijna nooit daalt, boven de 4% blijft hangen, een niveau dat zeker oncomfortabel moet aanvoelen voor de FED. Anderzijds zien we dat de **core PCE-index** (Personal Consumption Expenditure), de inflatie-index die de FED verkiest aangezien hij rekening houdt met substitutie-effecten, **minder verontrustend** is. De core PCE ex housing index benaderd zelfs de doelstelling van 2%



Bron: Bloomberg – Core PCE inflatie

#### Renteverlaging in de VS op korte termijn onwaarschijnlijk ...

Er mag dan onzekerheid zijn rond de evolutie van de inflatie, rond de evolutie van de kortetermijnrente is die er niet (meer). Eind vorig jaar ging de markt uit van een rentedaling van zowat 1.5% tegen het eind van 2024 (hetgeen we toen als optimistisch bestempelden), op dit moment lijkt een renteverlaging voor het begin van het najaar onwaarschijnlijk. Er is onduidelijkheid rond de inflatie, de economie draait ... waarom zou de centrale bank het risico nemen de rente te verlagen en zo mogelijk de inflatie aan te wakkeren?

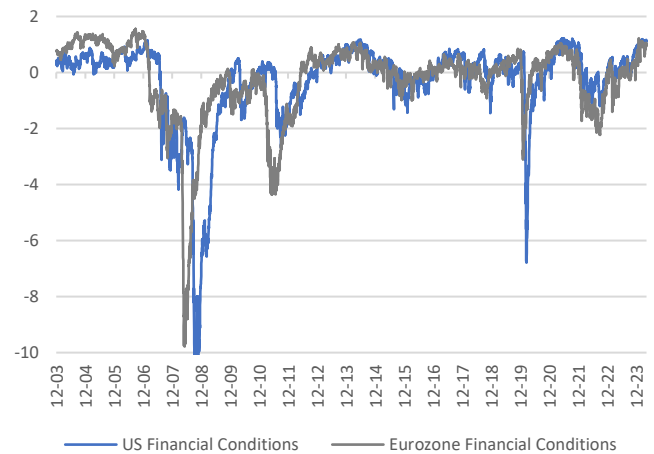
#### ... in tegenstelling tot in de eurozone

In de eurozone is de situatie anders. De economie kruipt dan misschien langzaam uit het dal, de **groei blijft duidelijk beneden haar potentieel**. En in de **eurozone blijft de inflatie wel dalen**. In april bedroeg ze nog 2.4% op jaarbasis, tegenover 2.9% in december. Ook de core-inflatie daalt duidelijk (2.7% in april tegenover 3.4% in december). De enige reden waarom de ECB nog terughoudend zou kunnen zijn rond een renteverlaging is de core services inflatie, die van november tot maart verankerd was op 4%, merkbaar boven de doelstelling van 2%. Het cijfer van april is op dat vlak hoopgevend aangezien het de eerste aanzet tot daling is (naar 3.7% op jaarbasis). **De kans lijkt dus groot dat de ECB de SNB (Zwitserland) en de Riksbank (Zweden) zal volgen en de rente verlaagt om zo de economische groei in de eurozone minder te stremmen.** We denken niet dat de ECB zich verplicht zal voelen een renteverlaging in de VS af te wachten, hoewel dit gevolgen zou kunnen hebben op de wisselkoersen en dus op de geïmporteerde inflatie

#### Financial conditions blijven duidelijk expansief

Ondanks het feit dat de kortetermijnrente dit jaar nog iet daalde zien we dat de zogenaamde “financial conditions” zowel in de VS als in de eurozone de economie duidelijk stimuleren.

Een belangrijke verklaring hiervoor zijn de kredietsspreads en de evolutie van de activaprijzen.

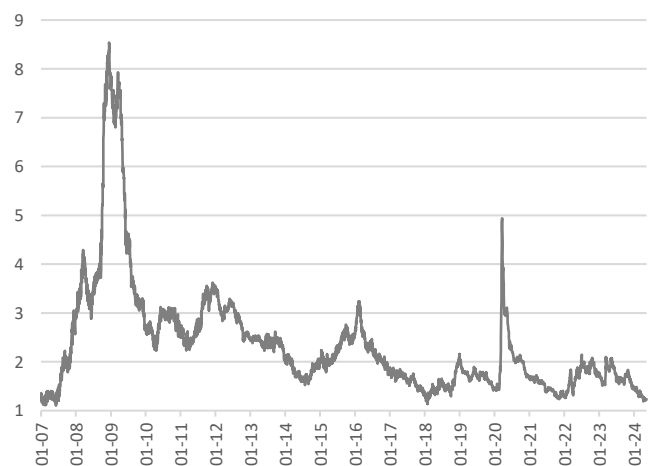


Bron: Bloomberg – Financial Conditions Index US & Eurozone

#### Generaliseerde daling van de spreads

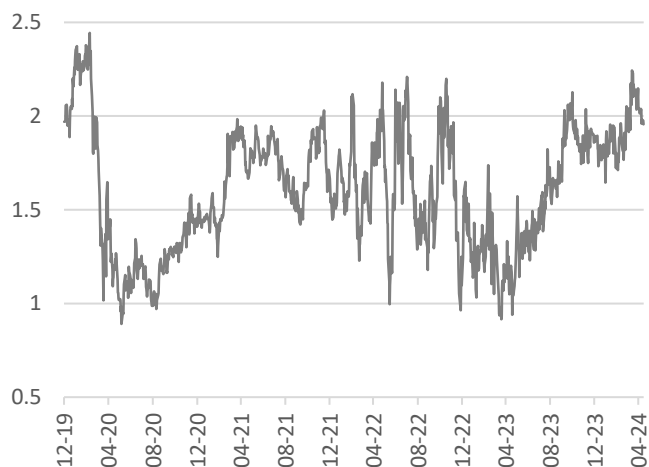
**De daling van de kredietsspreads is wijdverspreid over activa en regio's.** We zien bijvoorbeeld dat in Italië, ondanks de oplopende overheidstekorten (zie infra), het extra rendement tegenover Duitse staatsobligaties sinds de “landencrisis” in 2012 zelden lager was. We zien ook dat de spreads die bedrijven betalen tegenover staatsobligaties in de VS sinds de financiële crisis (bijna) nooit lager waren ondanks het feit dat het aantal faillissementen toeneemt.

Indien deze trend van toenemende falingen zich zou doorzetten en de markt hierdoor haar optimisme laat varen, dan kan dit een belangrijk effect hebben op de geëiste spreads. JP Morgan berekende dat in het geval van een ommekeer van de kredietcyclus de spreads in US High Yield obligaties met 4 tot 5 procentpunten zouden kunnen stijgen.



Bron: Bloomberg, Orcadia – US BAA Corporate spreads vs US 5 jaar

**Gezien de historisch lage spreads blijven we dus voorstander om in de portefeuille vooral kwaliteitsvolle staatsobligaties op te nemen.** Hierbij kunnen **Amerikaanse staatsobligaties** eventueel een **gedeeltelijk alternatief zijn voor Duitse staatsobligaties aangezien het extra rendement** dat geboden wordt sinds het uitbreken van de pandemie nooit hoger was.



Bron: Bloomberg, Orcadia – US 10 jaar min Duitsland 10 jaar

### Resultatenseizoen geeft Amerikaanse markten 2de adem...

In de VS is het resultatenseizoen bijna achter de rug. Globaal gezien waren de cijfers goed: een omzetgroei van 4% en een winstgroei van 5.5%. We dienen toe te geven dat, aangezien bedrijven met minder gunstig nieuws meestal voor publicatie een winstwaarschuwing geven, het uitzonderlijk is dat de verrassing globaal gezien negatief is, maar desalniettemin was

dit trimester de positieve verrassing wel bovengemiddeld hoog (bijna 9%). We zien ook dat in bijna alle sectoren (met uitzondering van de energiesector) de cijfers duidelijk beter waren dan verwacht. Gezien de mindere conjunctuur in Europa is de situatie er minder duidelijk, maar dat dient niet écht als een verrassing te komen. Nu, amper iets meer dan de helft van de bedrijven publiceerde cijfers. We dienen dus voorzichtig te blijven met het trekken van conclusies.

### ... en we blijven voorstander van aandelenbeleggingen

We blijven gematigd positief over de aandelenmarkten gezien de goed draaiende Amerikaanse economie en de verbeterende situatie in Europa. Toch valt niet te ontkennen dat vooral in de **VS de waarderingen zijn opgelopen** en dat, aangezien een rentedaling op korte termijn niet langer in het verschiet ligt, de **risicopremie is teruggevallen**. We zouden dan ook – ondanks de gunstige vooruitzichten en het goede resultatenseizoen – de VS niet duidelijk overwegen. In **Europa zijn de waarderingen redelijker maar de groeivoorzichten onduidelijker**. We zouden de overweging ook hier beperkt houden. In beide regio's zien we dat **small caps achtergebleven** zijn. We zijn dan ook van mening dat een **(beperkte) allocatie naar kleine(re) bedrijven zinvol** kan zijn.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto: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](mailto:info@orcadia.eu)

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – [Geert.Debuyne@orcadia.eu](mailto:Geert.Debuyne@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.