

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Voorzichtigheid is niet meer wat het geweest is

“Niet alle eieren in 1 mand leggen” is, terecht, wellicht de meest gekende spreuk in de financiële wereld. Vanzelfsprekend zien fans van vastgoed dit anders. Ze concentreren immers hun vermogen in een bepaalde sector en een bepaald geografisch gebied. Vaak zullen ze vinden dat ze het goed gedaan hebben, zonder rekening te houden met het geconcentreerd risico dat ze namen: evolutie van de rentevoeten, de wettelijke vereisten, de belastingen en de economische voorspoed van het gebied waarin ze investeren. Laat dit nu juist het belangrijkste voordeel van beleggen in aandelen en obligaties zijn: hier kan de portefeuille alle sectoren en alle regio's omvatten. Hoewel dit voordeel onweerlegbaar blijft, zien we toch enige wijzigingen. De hamvraag is of we de manier waarop we beleggen op de financiële markten moeten heroverwegen.

Hyperconcentratie

Een van de markante feiten van het afgelopen beursjaar was de uitzonderlijke performance van bepaalde bedrijven, voornamelijk in de Verenigde Staten en hoofdzakelijk in technologie, met Nvidia op kop. Het zijn deze fameuze “Magnificent 7”, die de geesten en markten hebben gedomineerd. De winsten van deze bedrijven stegen sterk en hun waardering nog sterker, zodat hun marktkapitalisatie spectaculair toenam. We zagen een gelijkaardig beeld in de rest van de markt, maar aan een veel gezapiger tempo, zodat het gewicht van deze bedrijven dat van kolossen werd. Deze fameuze 7 bedrijven monopoliseren nu zowat een derde van de S&P500, de belangrijkste Amerikaanse beursindex. In de rest van de wereld zagen TSMC in Taiwan, Novo Nordisk in Europa en ASML in de eurozone hun gewicht de afgelopen jaren toenemen.

Dit fenomeen van hyperconcentratie is nog meer uitgesproken in de zogenaamde duurzame beursindexen (SRI indices, afkorting van het Engelse Social Responsible Investing), en in het bijzonder in de regionale indices. Zo is het halfgeleiderbedrijf TSMC op zijn eentje goed voor ongeveer 35% van de MSCI SRI emerging markets index, terwijl ASML (een producent van machines om halfgeleiders te bouwen) meer dan 20% van de MSCI SRI eurozone index voor zijn rekening neemt.

Anders diversifiëren

De gebruikelijke manier om zijn aandelenbeleggingen in een bepaalde regio zo goed mogelijk te spreiden was, en is nog steeds, te beleggen in een beleggingsfonds of ETF dat de samenstelling van de aandelenmarkt van die regio repliceert, rekening houdend met het relatieve gewicht van elk beursgenoteerd bedrijf. Deze aanpak staat ook bekend als “passief beheer”. Het voordeel zijn lage kosten - je hoeft geen team van financiële analisten te betalen om de relatieve verdiensten van elk bedrijf te analyseren - en, nog belangrijker, diversificatie. Er is geen betere manier om te spreiden dan alle

belegbare bedrijven te kopen in dezelfde verhouding als hun respectieve gewicht in de index.

Laten we ons echter het volgende, gelukkig overdreven, scenario inbeelden: een index waarbij één bedrijf goed is voor 90% van de marktkapitalisatie. Wil je dat je vermogen gedomineerd wordt door slechts één bedrijf, wetende dat het tij snel kan keren? Bijvoorbeeld door fraude of door de opkomst van een concurrent of een technologie die het bedrijfsmodel van het bedrijf beïnvloedt? De reactie van de aandelenkoers van Nvidia op het succes van DeepSeek was duidelijk. De voorzichtigheid die beleggers in het verleden aanmoedigde om in alle bedrijven te beleggen op basis van hun marktkapitalisatie, is vandaag de dag niet meer zo voorzichtig!

De index repliceren om te diversifiëren? Ja, maar niet blindelings! Er komt een moment waarop de marktconcentratie van een paar mastodonten aanzet de deugdelijkheid van een belegging die de samenstelling van marktkapitalisatie-gewogen indices volgt te herevalueren. Op vandaag geeft het blindelings geïndexeerd duurzaam beleggen in de opkomende markten zoveel gewicht aan TSMC dat het niet langer voorzichtig is. En hetzelfde geldt voor namen zoals Nvidia, Tesla en consumenten in Amerikaanse SRI-indices. Ondanks het feit dat er een risico is dat de performances afwijken van de indices, en elke overweging van waardering buiten beschouwing latend, lijkt het raadzaam deze aandelen te onderwegen, bijvoorbeeld door middel van een zogenaamde “equal weight” strategie, waarbij elk bedrijf, ongeacht zijn marktkapitalisatie, hetzelfde gewicht krijgt. Beleggen in small- en mid-cap aandelen is een andere manier om de overconcentratie van aandelenmarkten aan te pakken.

De voor- en nadelen van wettelijke beperkingen

In Europa gecommmercialiseerde beleggingsfondsen, moeten voldoen aan bepaalde diversificatievereisten. Hoewel er bepaalde uitzonderingen zijn, mag een positie maximaal 10% van het fonds uitmaken en mag de som van posities van meer dan 5% maximaal 40% van de activa van het fonds bedragen. Als gevolg van deze beperking en het feit dat vooral de zwaargewichten zeer goed presteerden bleven indexfondsen, die geacht worden hun lokale index te repliceren, achter op deze indices. Niet alleen indexfondsen kunnen hieronder te lijden hebben. De Belgische markt is een goed voorbeeld. In 2024 was de uitstekende prestatie van de Bel20 grotendeels te danken aan twee aandelen, UCB (+144%) en Argenx (+75%), die samen 40% van de index uitmaakten. Aangezien geen enkel fonds meer dan 10% van elk kan aanhouden en daarenboven de Bel Mid en Bel Small daalden, versloeg geen enkel Belgisch aandelenfonds de Bel20 in 2024.

Moeten we daarom het gebruik van fondsen veroordelen en de voorkeur geven aan rechtstreeks beleggen? Neen! Ook hier is België een goed voorbeeld. Over een periode van 10 jaar hebben fondsen die beleggen in Belgische aandelen gemiddeld genomen beter gepresteerd dan de Bel 20.

Diversificatiebeperkingen doen pijn wanneer de sterren nog feller schijnen, maar op termijn blijft diversificatie tussen aandelen de belangrijkste gouden regel voor de belegger. Stop niet alleen heel grote eieren in je mand!

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Amerikaanse consument blijft in goeden doen...

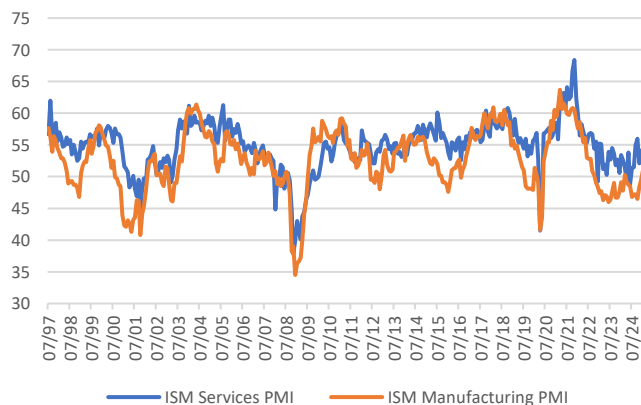
Hoewel de groei van het BNP in de VS in het vierde kwartaal met 2.3% op jaarbasis licht onder de verwachtingen bleef, kan dit moeilijk slecht genoemd worden en al zeker niet na de groei van 3.1% in het derde trimester. Deze **stevige groei** was opnieuw vooral **te danken aan de consument** die volop blijft besteden. Een duidelijk toename van het aantal verkochte wagens geeft aan dat het **vertrouwen op een hoog peil blijft**. **De reden is onveranderd: de arbeidsmarkt**. In december nam, na de opwaartse revisie van januari, het aantal jobs met 307.000 toe, bijna het dubbele dan het oorspronkelijk verwachte aantal (160.000). De cijfers van januari vielen licht tegen maar dit kan wellicht verklaard worden door natuurfenomenen (o.a. sneeuwstormen). Daarnaast vielen de nieuwe werkloosheidsuitkeringen, de zogenaamde *initial claims*, duidelijk terug naar de laagste niveaus van de afgelopen paar jaar. De combinatie van beiden zorgt voor een verdere daling van de werkloosheidsgraad naar beneden 4%, hetgeen neerkomt op een zo goed als volledige tewerkstelling.



Bron: Bloomberg – werkloosheidsgraad in de VS

... en meer vertrouwen bij de producenten

Ook bij de producenten verbetert het vertrouwen. De ISM-indicator voor de **diensten** staat op **52.8 punten** en de laatste 3 maanden steeg het vertrouwen van de **industrie** duidelijk tot **boven de 50 punten**. **Beiden wijzen op een expansie**.



Bron: Bloomberg

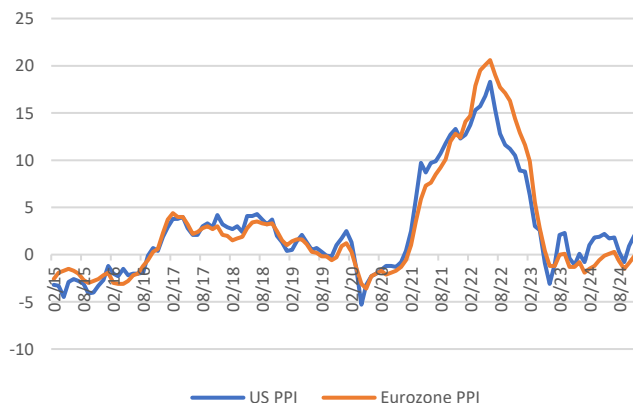
Europa blijft zwak

Daar waar in de VS de groei duidelijk van de partij blijft, blijft Europa ontgoochelen. **Spanje en Portugal doen het goed** maar

het noorden heeft het moeilijk. Na een negatieve groei (-0.2%) in het vierde kwartaal wordt 2024 het tweede jaar op rij voor Duitsland waarin het BNP (in beperkte mate) krimpt. Ook de Franse economie kromp onverwachts (-0.1%). Hierdoor was er een **nulgroei in de eurozone in het laatste kwartaal**. Volgens het IMF zal de **groei voor 2025** uitkomen op **amper 1%**, opnieuw **duidelijk lager dan in de VS (+2.7%)**, en dan nog enkel dankzij Spanje want in de 3 grootste economieën uit de Eurozone (Duitsland, Frankrijk, Italië) blijft de groei duidelijk onder 1 procent. Dat de gasprijs de laatste weken flink steeg door de koudegolf en de bijhorende significante daling van de voorraden helpt niet. Niet alleen kan het geld dat daaraan uitgegeven wordt niet aan iets anders gependend worden, het roept ook bij een deel van de bevolking het spookbeeld van de ontsporende gasprijs uit augustus 2022 op, wat vanzelfsprekend niet goed is voor het vertrouwen.

Ondanks hogere inflatie, dalende KT-rente...

Het zal ook de inflatie terug aanwakkeren, die de laatste maanden al duidelijk toenam. In september bedroeg ze op jaarbasis nog 1.7%, in januari was dat al 2.5%. Wij denken dat deze toename het **neerwaartse pad van de rentevoeten in de Eurozone niet zal wijzigen**. Ze heeft immers vooral te maken met de stijging van de energieprijzen, iets waaraan de ECB niets kan veranderen en de economie blijft zwak presteren. **De ECB stelt zelf dat de huidige rentestand nog steeds restrictief is** en in een recent interview gaf hoofdeconoom Philip Lane aan dat indien de rentevoeten niet worden verlaagd, de inflatie best wel eens onder de doelstelling van 2% zou kunnen terugvallen. **De producentenprijzen dalen** – net zoals in China – al geruime tijd in de Eurozone, wat zich na verloop van tijd zal vertalen in bijkomende **neerwaartse druk op de inflatie**.



Bron: Bloomberg – Producer Price Inflation

Potentieel hogere inflatie in de VS...

In de **VS** zien we een ander beeld. Daar blijven de **producentenprijzen toenemen**. Dit kan zorgen voor toekomstige druk op de consumentenprijzen die de laatste maanden nog amper daalden en vooral in de dienstensector duidelijk boven het gewenste niveau blijven uitstijgen. Er is ook een **reëel risico dat de maatregelen die Trump wenst** door te voeren een **opwaartse druk op de inflatie zal veroorzaken**. We denken hierbij **niet zozeer** aan hetgeen het meest persbelangstelling krijgt: de **tarievenoorlog**. Ten eerste lijkt het erop dat het tot nu toe vooral blaffen en weinig bijten is en dat de straffe aankondigingen een onderhandelingsstechniek is die

hem daarenboven in staat moet stellen zijn daadkracht aan zijn kiespubliek te tonen. Daarnaast is de Amerikaanse economie zeer gesloten: import is amper goed is voor 11% van het BNP. Dus indien alles wat de VS importeert onderhevig is aan een importheffing van 10% en niemand zijn gedrag aanpast, dan stijgt de inflatie gedurende 1 jaar met 1.1%. Nauwelijks wereldschokkend voor iets dat als onwaarschijnlijk kan worden bestempeld. Wat wel een **langdurigere impact** kan hebben op de prijzen zijn de **belastingverminderingen en de deregulering die de economie**, die al op volle capaciteit draait, **dreigt te oververhitten**. Wat zo goed als zeker een impact zal hebben is de **gewijzigde migratiepolitiek** en de aangekondigde **deportaties**. Schattingen stellen dat de laatste 10 jaar jaarlijks 1 à 1.5 miljoen migranten (zeker niet allemaal illegaal) het land binnenkwamen en dat er ongeveer 11 miljoen illegale immigranten zijn in de VS, goed voor zowat 5% van de arbeidskrachten. Indien een significant gedeelte ervan wordt gedeporteerd en de inkomende stroom aan werknemers significant afneemt, dan zal dit zware gevolgen hebben voor de landbouw, horeca en bouw. Om de goedkope migranten te vervangen zullen de lonen duidelijk moeten stijgen of zal het aanbod krimpen in het – waarschijnlijke – scenario dat onvoldoende arbeidskrachten gevonden worden. Het is duidelijk dat beiden de inflatie zullen verhogen.

... en stijgende inflatieverwachtingen ...

De laatste 3 maanden verviervoudigde de prijs van eieren in de VS als gevolg van de vogelgriep. Op zich weinig relevant voor het algemene prijspeil, maar omdat het uitgebreid in de pers verschijnt en eieren door veel mensen op zeer regelmatige basis wordt gekocht, is het wel relevant voor de inflatieperceptie. We zien de inflatieverwachtingen duidelijk toenemen en het hoogste peil in jaren bereiken.



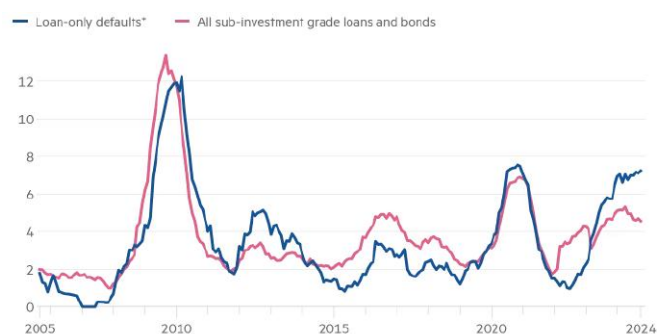
Bron: FED – inflatieverwachtingen consument in 5 jaar (mediaan)

... leiden tot voorzichtere FED

De combinatie van dit alles zal ons inziens de FED voorzichtiger maken. Het is duidelijk dat de huidige rentevoeten niet restrictief zijn, anders zou de economie niet zo goed presteren. Het tewerkstellingsluik van het dubbelmandaat van de FED is behaald, en vereist dus geen rentedaling. Waarom risico nemen op inflatievlak? **Bijkomende renteverlagingen lijken dan ook minder waarschijnlijk**.

Keuze voor veiligheid in obligaties

Hoewel het duidelijk niet ons basisscenario is, neemt door de dreigende handelsoorlog het **risico op een lichte stagflatie** toe in Europa. Wederzijdse heffingen zullen de inflatie verhogen en de al zwakke groei verder onder druk zetten. We kunnen ons **hiertegen wapenen via inflatie-gelinkte obligaties**. Door de zwakkere groei zal de reële rente dalen, hetgeen gunstig is voor de waarde van de obligaties, terwijl de inflatiecomponent beschermt tegen het risico van een olopende inflatie. Gezien de **historisch lage spread** die **bedrijfsobligaties** en in het bijzonder **high yield obligaties** bieden zien we deze als **onaantrekkelijk**, zeker indien rekening wordt gehouden met de toenemende wanbetalingen tijdens eerder gunstige economische omstandigheden. Hoewel bovenstaande grafiek gegevens uit de VS betreft, lijkt het ons onwaarschijnlijk dat vergelijkbare obligaties in Europa goed zouden presteren indien ze onder druk komen in de VS.



Bron: Moody's – percentage wanbetalingen

Amerikaanse aandelen niet links laten liggen

Het **resultatenseizoen** is in de **VS** al een heel eind gevorderd en in tegenstelling tot in Europa kunnen we al betrouwbare inschattingen maken. We concluderen dat – net zoals vorig trimester – de **cijfers duidelijk beter zijn dan verwacht**. We constateren ook dat het **groeipercentage toeneemt** tegenover het derde trimester van 2024. In **combinatie met de goede economische vooruitzichten pleit dit voor een voldoende hoge weging in Amerikaanse aandelen**. De actuele premie waarmee de marktkapitalisatie-gewogen indices noteren tegenover de gemiddelde waardering op lange termijn pleiten voor het omgekeerde. Toegegeven, het gemiddelde houdt geen rekening met de gewijzigde samenstelling van de index doorheen de tijd (vb meer technologie en minder banken) en met de afname van de kapitaalintensiteit van de economie. Een correcte waardering zal ons inziens dichterbij 18x de winst liggen dan bij het historische gemiddelde van 16.5x. Desalniettemin blijft de **S&P500 index duur**. Reden hiervoor is ondertussen wel gekend: de **Magnificent 7**. Door **gebruik te maken van een redelijker gewaardeerde equal weight aanpak of eerder goedkope small caps** kan deze overwaardering ingeperkt worden. Een potentiële bonus hierbij is dat de blootstelling aan eventuele handelsbelemmeringen significant daalt. De **Magnificent 7** halen gemiddeld gesproken 55% van hun omzet uit het buitenland. Bij een equal weight portefeuille is dat zowat 35 à 40% en bij smallcaps ongeveer 25%.

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.