

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT De slechte staat van de overheidsfinanciën

In de financiële wereld is de langetermijnrente waartegen referentielanden zoals de VS, Japan en Duitsland zich financieren van cruciaal belang. Hogere rentes hebben een dubbele negatieve impact op de markten. Enerzijds drukken ze de economische activiteit, wat zowel de solvabiliteit (voor obligaties) als de winstgevendheid (voor aandelen) van ondernemingen onder druk zet. Anderzijds verlagen ze de huidige waarde van toekomstige financiële stromen, via het zogenaamde actualisatieproces van toekomstige cashflows. Tot slot leiden ze tot minwaarden: waarom een obligatie kopen aan pari op de secundaire markt die 2% oplevert, als nieuwe uitgaven met hetzelfde risico 3 of 4% bieden?

Onlangs zijn in zowel de Verenigde Staten als Japan de langetermijnrentes gestegen, en dan vooral die op zeer lange termijn (30-jarige obligaties). De gangbare uitleg voor deze stijging is niet dat markten vrezen voor een terugkeer van inflatie – wat hogere structurele rentes zou rechtvaardigen – maar veeleer een afname van het vertrouwen in staten als kredietwaardige schuldenaars.

Een somber begrotingsvooruitzicht

De begrotingsvooruitzichten zijn allesbehalve rooskleurig:

- Financiering van pensioenen en gezondheidszorg in een context van vergrijzing;
- Beperkte groei van de belastinggrondslag door een dalende beroepsbevolking en stagnerende productiviteitsgroei;
- Stijging van de veiligheidsuitgaven, waaronder defensie, onafhankelijkheid ten opzichte van potentieel vijandige staten, strijd tegen desinformatie en cyberveiligheid;
- Impact van klimaatverandering en biodiversiteitsverlies op zowel economische activiteit (en dus belastinginkomsten) als op overheidsuitgaven (investeringen en subsidies);
- Effect van rentestijgingen op de schuldendienst;
- Ongunstig politiek klimaat voor het nemen van begrotingssanerende maatregelen, of het nu gaat om belastingverhogingen of uitgavenverminderingen, behalve op symbolische posten.

In de Verenigde Staten bijvoorbeeld gaat het begrotingsscenario helaas gepaard met belastingverlagingen die weinig economische stimulans bieden, en met een gebrek aan doeltreffendheid in de publieke uitgaven. Er is weinig bereidheid om keuzes te maken. Elon Musk, zijn kettingzaag, en het DOGE-programma dat hij belichaamt, blijken een grote belofte die slechts een dogmatisch muisje baart, eerder ideologisch dan resultaatgericht. Dit blijkt onder andere uit pogingen om milieubeleid af te bouwen, terwijl instellingen als het IMF bevestigen dat niets doen op dit vlak juist het duurst is.

Niet alleen in de VS

Het geval van Japan is ook interessant. Al jaren stijgt de Japanse staatsschuld, terwijl de bbp-groei beperkt blijft door een dalende beroepsbevolking. Toch leken de markten zich daar

weinig zorgen over te maken, gezien de bijzonder lage rentevoeten – zowel nominaal als reëel. Maar plots: boem, de schok. Alsof de markten wakker worden. Het gevolg: een forse rentestijging, zonder belangrijke beleidswijziging van de Bank of Japan. De rente van – langlopende – Japanse staatsobligaties is terug op niveaus die in decennia niet zijn gezien.

Ook Duitsland is een interessant geval. Lang het toonbeeld van begrotingsdiscipline – al doen landen als Nederland en Luxemburg daar niet veel voor onder – heeft Duitsland plots de rem op de staatsschuld losgelaten. En, waar een schuld is, volgen anderen. Ook de Europese Unie heeft de geldkraan opengedraaid, mede onder druk van geopolitieke en economische concurrentie. De uitzonderingssituatie tijdens Covid heeft geleid tot een nieuwe "uitzondering". Maar in tegenstelling tot Japan zijn in Europa de langetermijnrentes veel minder sterk gestegen.

Financieel scenario

Tot voor kort werd bezorgdheid over staatsschulden weggezet als overdreven of dogmatisch. Zolang de rente dicht bij 0% bleef, kon men zich toch veroorloven meer uit te geven en minder te belasten? Sommigen grepen zelfs naar de zogenaamde "moderne monetaire theorie" om begrotingsdiscipline te ondergraven.

Maar de realiteit haalt dit idee in. De begrotingszorgen zijn terug. Sommigen wijzen naar het monetaire beleid en beweren dat de inflatie is aangewakkerd door de monetaire financiering van de tekorten – in lijn met Milton Friedmans visie dat inflatie altijd een monetair fenomeen is. Ook al kun je die analyse afwijzen, het groeiende begrotingstekort blijft zorgwekkend: het maakt landen afhankelijk van de grillen van de markten en hypothekeert de toekomst van volgende generaties.

Disciplineren de markten de staten?

Op het niveau van regio's spelen kredietbeoordelaars en marktdruk zeker een rol – denk aan het schrikbeeld van een verlaging van de kredietscore. Maar op het niveau van individuele landen is dat minder vanzelfsprekend, want daar is er altijd nog het vangnet van de centrale bank.

De houdbaarheid van de staatsschuld hangt af van economische groei, belastinginkomsten en overheidsuitgaven. Ze is ook sterk afhankelijk van de rentevoet en de inflatie. In de VS leeft nog altijd de hoop dat de Amerikaanse schatkist zich op zeer lange termijn en tegen zeer lage kosten kan blijven financieren dankzij landen met een overschot op hun lopende rekening tegenover de VS.

Niets is uitgesloten, maar het meest realistische scenario lijkt dat van gematigde reële rentevoeten, met nominaal stabiele rentes, en een beheersbare inflatie die de reële waarde van uitstaande schulden én hun kost verlaagt.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Negatieve Amerikaanse groei te nuanceren...

Het eerste trimester kromp de Amerikaanse economie met **0.2% in reële termen**. In het laatste trimester van 2024 was de groei nog 2.4%. Deze, op het eerste zicht, dramatische terugval dient genuanceerd te worden. Het BBP wordt gedefinieerd als de binnenlandse bestedingen verhoogd met de export en verminderd met de import. **Massale import in anticipatie** op het in voege treden van de verhoogde tarieven **zorgde zo voor negatieve groei**. Het valt te verwachten dat in het 2de trimester dit effect omgekeerd zal spelen. De **consumentenbestedingen** – de motor van de Amerikaanse economie – **vielen** met een groei van 1.8% **best mee**. Desalniettemin zien we dat sinds “*liberation day*”, de dag dat Trump de nieuwe tarieven aankondigde, dat belangrijke aankopen zoals deze van wagens merklijk terugvallen (na in maart flink gestegen te zijn). De zogenaamde “core” retail sales gingen er wel nog licht op vooruit. We zien een soortgelijke **volatiliteit in het consumentenvertrouwen**. Net na *liberation day* viel het sterk terug om eens Trump terugkwam op zijn uitspraken weer op te veren.



Bron: Bloomberg & Conference Board – Amerikaans consumentenvertrouwen

We hadden het in het verleden al over de discrepantie tussen de zogenaamde “soft data”, voorlopende indicatoren gebaseerd op enquêtes, en de “hard data”, de gepubliceerde cijfers. Zo **vertaalt de terugval van het Amerikaanse ondernemersvertrouwen zich** – voorlopig althans – **niet in een significante daling van de investeringen of een verlaagd job-aanbod**. De jobcreatie in de VS blijft sinds het begin van het jaar zowat 100 a 150duizend jobs per maand en de werkloosheid stabiliseert op een goede 4%. Een mogelijke verklaring is dat de onzekerheid gecreëerd wordt door één persoon met een notoir volatiel karakter: Donald Trump. Het is risicovol om nu mensen te ontslaan indien het handelsconflict op korte termijn opgelost raakt. De kans is immers reëel dat, net zoals na de covid-crisis, ze opnieuw aanwerven niet voor de hand zal liggen.

... maar de onzekerheid mag niet voortduren

Desalniettemin lijkt het **onwaarschijnlijk** dat **bij langdurige onzekerheid er geen impact zou zijn** op de Amerikaanse groei en dat de werkloosheid op het huidige peil zal stabiliseren. De merklijke stijging van de olieprijs, als gevolg van de open oorlog tussen Israël en Iran, zal ook wegen op de economische groei. Een studie van de Amerikaanse centrale bank stelt dat een toename van de olieprijs met \$10 per vat een negatieve impact heeft van 0.4%. Indien de recente **stijging van de**

olieprijs zich **doorzet en/of** langere tijd **aanhoudt dan neemt het risico op een recessie** in de VS opnieuw merklijk toe.



Bron: Bloomberg – Prijs van een vat olie in USD

Ook onzekerheid op inflatievlak

Naast de impact op de groei **verhoogt de stijgende olieprijs ook de inflatie**. Schattingen maken gewag van – inclusief 2de ronde effecten – een stijging met **0.35% indien de olieprijs met \$10 per vat toeneemt**. Dit komt **bovenop de impact** van het agressief **oppakken van immigranten** (hetgeen zorgt voor een daling van het aanbod van werknemers in de minder betaalde jobs en dus op termijn voor loonstijgingen en zo inflatie) en de **hogere handelstarieven**. **Voorzichtige schattingen** stellen dat de inflatie hierdoor iets meer dan **1%** zou toenemen **maar dat dit verder kan oplopen** indien er weinig of geen akkoorden worden gesloten, bijvoorbeeld omdat de handelspartners er niet veel vertrouwen in hebben dat Trump een man van zijn woord is. Dat we dit voorlopig niet zien in het **meest recente inflatiecijfer** (+2.4% jaar op jaar), dat **minder stijgt dan gevreesd** terwijl de core-inflatie (zonder voeding en energie) stabiel bleef op 2.8%, is goed nieuws. We moeten ons echter hoeden hierin té veel te lezen aangezien mogelijkerwijs de massale import van het eerste trimester verkocht wordt aan pré-tariefprijzen en de impact dus nog moet volgen.

Potentiële stagflatie in de VS

Een **langdurend conflict in het Midden-Oosten** en blijvend hogere olieprijsen **verhoogt de kans op stagflatie** in de VS, **hetgeen de FED in een moeilijk parket zou plaatsen**. Kiezen ze voor werkgelegenheid (één luik van hun mandaat) ten koste van het inperken van de inflatie (het andere luik) door een renteverlaging of eerder omgekeerd? Hetgeen het vraagstuk nog moeilijker maakt is dat renteverlagingen door Donald Trump breed zullen worden uitgesmeerd als een overwinning op Powell, hetgeen vragen kan doen rijzen rond de onafhankelijkheid van de centrale bank. Naar alle waarschijnlijkheid zullen eventuele renteverlagingen dus beperkt blijven in omvang

ECB heeft wel de vrije hand ...

De omstandigheden zijn voor de ECB veel comfortabeler. Onder andere door de dalende olieprijsen in het eerste trimester en de merklijk sterkere euro **daalde de inflatie sneller dan verwacht**. De centrale bank verlaagde de inflatieverwachtingen (weliswaar voor de recente stijging van de olieprijsen) voor 2026 naar 1.6%, merklijk lager dan de

doelstelling van 2%. Ze verwacht dat de “core” inflatie tegen 2027 ook de 2% zal bereiken. Dit liet de ECB toe om eerder deze **maand de rente opnieuw te verlagen met 25 basispunten**. Hierdoor is de kortetermijnrente nu 2 procentpunten lager dan een jaar geleden.

... en beter dan verwachte economische data

Ondanks de onzekere geopolitieke situatie zijn de gepubliceerde economische cijfers beter dan de – toegegeven eerder lage – verwachtingen. Dit laat ons verhopend dat Europa dit jaar zal aanknopen met economische groei. De steunmaatregelen van de Duitse regering – waar we in onze vorige spotlight al dieper op ingingen – zullen hier zeker toe bijdragen.



Bron: Bloomberg – Citigroup economic surprise index Eurozone

Obligatiemarkt vindt Big Beautiful Bill niet zo mooi

We zagen in mei de **reactie** van de obligatiemarkten op de **fiscale plannen** van Donald Trump: een **stijging van de (zeer) lange rente**. Hoewel de meeste republikeinen dit anders zien zal de “Big Beautiful Bill” door belastingverlagingen – vooral voor de rijken – deels gefinancierd door besparingen (in Medicaid en voedselbonnen) die vooral de armeren treffen, zorgen voor een significante toename van het al belangrijke overheidstekort. Onafhankelijke bronnen zoals het Committee for Responsible Budget schatten in dat de **schuldgraad hierdoor binnen 10 jaar 125% van het BNP zal bedragen**, het hoogste cijfer ooit. Het was wellicht de rechtstreekse aanleiding voor **Fitch** om als laatste van de grote ratingbureaus de **VS niet langer als de allerbeste (AAA) kwaliteit** te beschouwen. We zien momenten waarbij de Amerikaanse 30-jarige rente boven de 5% uitstijgt als interessante opportuniteiten. Met dien verstande dat gezien hun zeer hoge rentegevoeligheid dergelijke zeer lange looptijden wellicht niet aangewezen zijn voor beleggers met een lage(re) risicotolerantie.

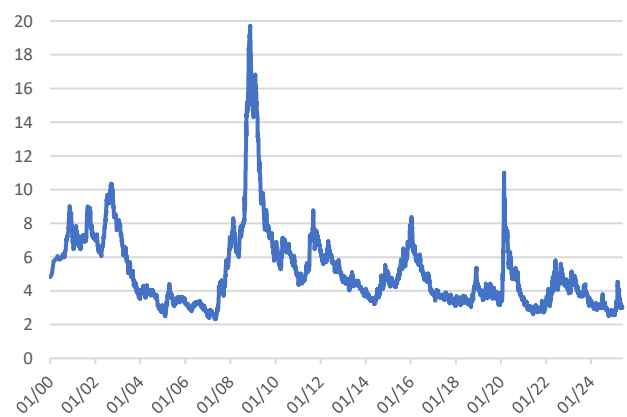
Europese spreads groeien naar elkaar toe

Gezien de **relance- en defensieplannen** van de Duitse regering zal in **Duitsland** de komende jaren de **schuldgraad** wellicht ook **toenemen**. Maar het lijkt zeer onwaarschijnlijk dat het land zijn AAA-rating zal verliezen gezien het huidige lage niveau (62.5% van het BNP). De toename van het aanbod aan Duitse staatsobligaties in de komende jaren zal er wellicht toe leiden dat de **spread van Spanje, Portugal en Italië verder zal**

afnemen aangezien ze hun huishouden nu beter op orde hebben. Italië werd hier recentelijk zelfs voor beloond met een rating-upgrade naar BBB+ door Standards & Poors. Een **reductie van de spread lijkt minder waarschijnlijk voor België en Frankrijk** aangezien beiden relatief recentelijk een ratingverlaging moesten slikken (Frankrijk naar AA- door zowel S&P als door Moody's en België naar A+ door Fitch).

High Yield obligaties opnieuw onaantrekkelijk

Na gestegen te zijn in april vielen de spreads geboden door high yield obligaties opnieuw terug naar quasi historische dieptepunten. Aan de huidige niveaus ($\pm 3\%$) is het surplus té laag om, rekening houdend met de default rates, door Moody's voor dit jaar tussen 2.8% en 3.4% ingeschat, voldoende te worden vergoed voor het genomen risico. Voor de zogenaamde leveraged loans verwacht Moody's dat bijna één op de twaalf emittenten niet in staat zal zijn aan zijn verplichtingen te voldoen.



Bron: Bloomberg – US High Yield spread

Mist noopt tot quasi neutrale aandelenweging

De markcorrectie van begin april bleek effectief een goed aankoopmoment (zie spotlight april). Markten veerden immers significant op toen Trump zijn kar keerde en uitstel gaf op de implementatie van de handelstarieven. Hierdoor noteren de **belangrijkste aandelenindices opnieuw op (of zelfs boven) het niveau van “liberation day”**. Tegelijkertijd **blijven we volop in de mist** aangezien binnenkort het **uitstel verleend** aan een aantal handelspartners, waaronder de EU, **afloopt** en er nog geen akkoord is. Indien Trump opnieuw terugkrabbelt en de gratieperiode verlengt of indien akkoorden gesloten worden, vallen de huidige koersniveaus te verdedigen. Indien hij doorzet en tegelijkertijd de situatie in het Midden-Oosten volatiel blijft, is een nieuwe correctie een realistisch perspectief. **Aangezien het een dubbeltje op zijn kant is pleiten we voor een lichte onderweging in aandelen**. Gezien de hogere waarderingen, de grotere kans op stagflatie en een mogelijke verdere daling van de dollar die – ondanks het waardeverlies van dit jaar – nog steeds aan de dure kant blijft tegenover de koopkrachtpariteit, zouden we vooral de VS onderwegen en niet zozeer Europa waar de waarderingen aantrekkelijker zijn terwijl het economisch momentum gunstiger is.

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.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.