

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT Records en teleurstellingen

Niet elk record is er één om te vieren. Wanneer het gaat om een begrotingstekort of een schuld, of om het aantal mensen in langdurige ziekte, spreekt dat voor zich, maar hetzelfde geldt ook in de financiële sfeer. Wanneer de koers van de bitcoin de hoogte inschiet, kan men zich vragen stellen. Wanneer speculatie of angst de koersen opdrijft, is er reden tot ongerustheid!

De lessen van de Bel20

Er zijn records die dat niet echt zijn. Dat hebben we onlangs in België gezien met de beursindex Bel20 die deze zomer eindelijk zijn recordniveau van 18 jaar overschreed. Zijn naam spreekt voor zich, maar laten we er toch aan herinneren dat deze index, eenvoudig gezegd, bestaat uit de 20, niet altijd dezelfde, belangrijkste waarden van de Brusselse beurs, met wegingen die het relatieve gewicht van elk weerspiegelen en die ook evolueren.

Om te beginnen is 18 jaar veel te lang om blij te zijn en veel langer dan wat in de buurlanden werd vastgesteld. Maar, ieder nadeel heeft zijn voordeel: de povere prestatie op lange termijn van de Belgische beursindex herinnert ons aan de deugd van geografische diversificatie, minstens op Europees niveau. Ter vergelijking: ons fonds met duurzame aandelen uit de eurozone, gelanceerd in 2018, verdubbelde quasi over de periode!

Laten we er nog twee bijkomende elementen aan toevoegen om het record van de Bel20 te relativiseren, en aanzienlijk zelfs. Ten eerste, deze index is niet aangepast voor inflatie. Een aandelenmandje ter waarde van 1000 euro in 2007 en een aandelenmandje ter waarde van 1000 euro in 2025, dat is niet hetzelfde. Hoezeer de Bel20 ook terug is op zijn niveau van mei 2007, zijn reële waarde, in termen van koopkracht, is veel lager dan ze toen was. In feite is de levensduurte tussen mei 2007 en vandaag in België met meer dan 50% gestegen. Om enkel de koopkracht te behouden, had de Bel20 meer dan 50% hoger moeten staan dan zijn huidige niveau! Laten we oppassen dat we niet het slachtoffer worden van wat men de "geld illusie" noemt.

Ten tweede, en dat tempert het koopkrachtverlies, de Bel20 is een prijsindex die, in tegenstelling tot een "return" index, geen rekening houdt met de door de ondernemingen in de index uitgekeerde dividenden. Wanneer een bedrijf een dividend uitkeert, daalt de koers ex-coupon, en dus ook de index.

Record op Wall Street

Niet alleen over de Bel20 werd over "records" gesproken. Ook in de Verenigde Staten worden nieuwe hoogtes bereikt en trekken beleggers zich blijkbaar weinig aan van onzekerheden en zorgen. Rechtsstaat onder druk, ontkenning van de gevolgen van klimaatverandering en biodiversiteitsverlies, sociale spanningen, geopolitieke conflicten, verlies aan onafhankelijkheid van de centrale bank, een isolationistische handelspolitiek (een betere term dan "protectionistisch"),

oplopend begrotingstekort – het lijkt de beurs niet te raken. Het is alsof de angst verdwenen is. Trouwens de VIX-index, ook wel de "angstindex" genoemd, is weer naar een laag niveau gezakt.

Natuurlijk heeft de Amerikaanse economie blijk gegeven van veerkracht. Natuurlijk blijft de arbeidsmarkt standhouden, met een lage werkloosheidsgraad en stijgende lonen. Natuurlijk zou artificiële intelligentie de productiviteit van ondernemingen kunnen opdrijven. Natuurlijk boeken de winsten van beursgenoteerde ondernemingen mooie vooruitgang, bovenop de inflatie. Natuurlijk vleit een renteverlaging de belegging in aandelen. Toch, gezien de huidige context en de waarderingenniveaus, in het bijzonder in de Verenigde Staten, met een "CAPE"-ratio, ook wel "Shiller-ratio" genoemd, die flirt met de twee records van voor de crisis van 1929 en van voor de zogenaamde dot.com-crisis aan het begin van de 21e eeuw, is er reden tot enige voorzichtigheid. Dat betekent niet "alles verkopen", maar pas op voor de verleiding om zich te laten meedrijven op de golf.

Records en teleurstelling

Met records, bijkomstig in Brussel maar vooral op Wall Street en wetende dat de Amerikaanse beurs goed is voor zowat 2/3den van de wereldindex, zal een belegger van hier terecht denken dat zijn portefeuille goed moet hebben gepresteerd en het zou kunnen dat het werkelijke resultaat niet aan de verwachtingen beantwoordt. Deze discrepantie heeft drie verklaringen. De eerste is het dollareffect. Tussen 1 januari en 31 augustus verloor de dollar XXX11.4% van zijn waarde tegenover de euro. Over die 8 maanden steeg de wereldwijde aandelenindex MSCI ACWI met 14.6% in dollars, maar omgerekend naar euro blijft daar slechts 1.4% van over. In het recente verleden versterkte de dollar de rendementen in euro, maar in 2025 is het omgekeerd.

De tweede is het effect van verantwoord beleggen. In de eerste acht maanden van 2025 presteerde de wereldwijde index voor duurzame beleggen, MSCI ACWI SRI, ongeveer 4.5% slechter dan de standaard MSCI ACWI. Tussen 2007 (het begin van de statistische reeks) en 2021 was er een duidelijke overprestatie van duurzame beleggen, maar de laatste tijd is dat omgekeerd. Vandaag noteren duurzame aandelen tegen gelijkaardige waarderingenniveaus als "klassieke" aandelen, terwijl een premie nochtans gerechtvaardigd is – gezien hun lagere blootstelling aan risico's gelinkt aan milieu en regelgeving.

De derde is het effect van de lange-termijnrente. De bijdrage van obligaties aan de prestatie van een portefeuille is – naast vanzelfsprekend hun gewicht – afhankelijk van twee elementen, het niveau van de rente en de variatie van de rentevoeten. Dalende rente levert koerswinsten op, stijgende rente leidt tot koersverliezen. De recente financiële geschiedenis was tot voor kort, één van een structureel

dalende rente, wat de rendementen opdreef. Vandaag is dat omgekeerd: rentestijgingen wegen op de rendementen, en dat tegen een achtergrond van bescheiden renteniveaus. De gemiddelde prestatie van staatsobligaties uit de eurozone bedroeg 0% van begin januari tot eind augustus.

Conclusie

In 2024 kenden portefeuilles een mooie stijging, zowel in dynamische als in evenwichtige profielen. In 2025 is dat, althans tot nu toe, anders, en dat ondanks de veerkracht van

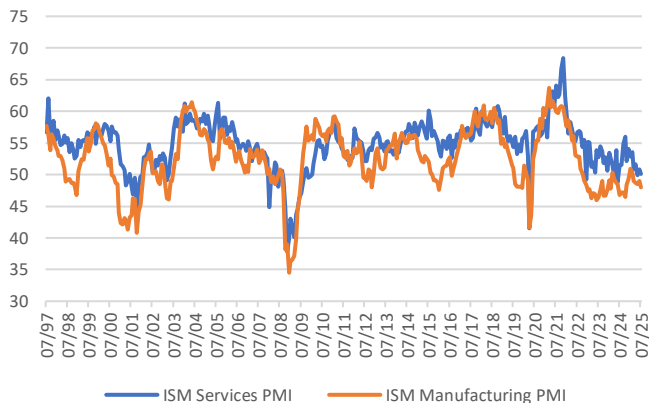
de economie, de goede bedrijfsresultaten en een gunstige evolutie van de beurzen. Omdat de factoren die deze discrepantie verklaren van voorbijgaande, zelfs omkeerbare, aard zijn, is er geen reden om de beleggingsstrategie te wijzigen.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Vooruitzichten Amerikaanse bedrijven verzwakken ...

Tijdens de zomermaanden zagen we in de VS de **verwachtingen van de bedrijven negatief evolueren**: de manufacturing PMI zakt dieper weg onder de 50 en de services PMI bevindt er zich nog amper boven. Beiden wijzen op een **te verwachten groeivertraging** bij de bedrijven.



Bron: Bloomberg – voorlopende indicatoren producenten VS

... die van de consumenten blijven gunstig...

Bij de consumenten zien we voorlopig niet echt problemen. De **lonen nemen toe in reële termen**, hetgeen de consumenten in staat stelt hun bestedingen op peil te houden. Een ander ondersteunend element is de **merkelijke toename van het gezinsvermogen** (met zowat \$50 biljoen sinds de pandemie) waardoor, ondanks een toename van de schulden, het gemiddeld netto-actief zowat 7.5x het inkomen bedraagt. Het zogenaamde “wealth effect” zal wellicht de consumptie mee ondersteunen. Door het vastklikken tijdens de pre-corona-periode van historisch lage rentevoeten en de toegenomen inkomens bedragen de **intrestbetalingen gemiddeld minder dan 10% van het besteedbaar inkomen**, een historisch laag percentage. De **werkloosheidsgraad** blijft met zowat 4.2% zeer laag terwijl de **participatiegraad** dan weer historisch hoog is.

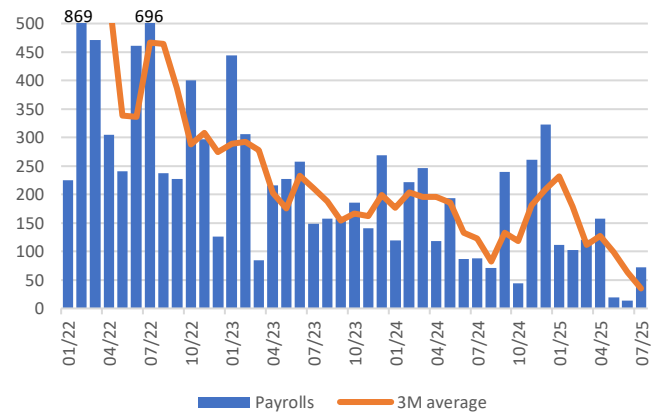
Dat het gemiddeld gesproken goed gaat wil niet zeggen dat voor iedereen de situatie rooskleurig is. Het **armste kwart** van de bevolking heeft het nu al duidelijk moeilijker en riskeert daarenboven disproportioneel de prijs te betalen voor de **Big Beautiful Bill**, zoals het mogelijk verlies van hun zorgverzekering en de verhoging van de prijzen als gevolg van de verhoogde importtarieven. De **midden en hogere inkomensklassen daarentegen blijven het goed doen** en aangezien zij goed zijn voor het leeuwendeel van de consumentenbestedingen, zijn – zeer cynisch gesteld – de problemen van de verpauperde “MAGA”-kiezers weinig relevant.

Al deze elementen samen maken een **sterke groeivertraging onwaarschijnlijk**. Dit werd bevestigd door positieve commentaren van JP Morgan en Citigroup rond de kracht van de Amerikaanse consument tijdens de presentatie van hun resultaten over het 2e trimester.

... ondanks eerder zwakke jobcreatie

De **neerwaartse revisies van de jobcreatie** die gepubliceerd werden, zorgen voor de eerste barsten in dit positieve verhaal.

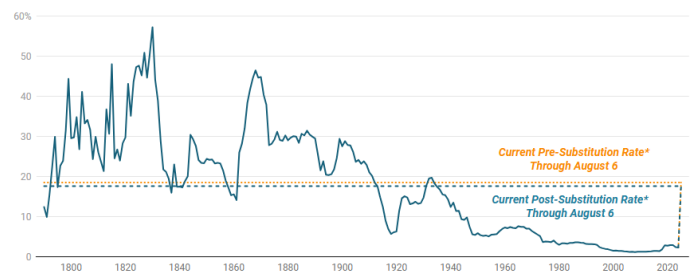
De herziening met 258.000 jobs zorgt ervoor dat – in tegenstelling tot de positieve verrassingen bij de eerste publicatie – **er amper nieuwe jobs werden gecreëerd in mei en juni**. Hoewel een significant deel kan worden verklaard door verminderde aanwervingen door de overheid, was het voldoende voor Trump om het – algemeen als zeer bekwaam geziene – hoofd van het Bureau of Labor Statistics te ontslaan omdat het gemanipuleerde cijfers zouden zijn.



Bron: Bloomberg – jobcreatie VS

Handelsakkoorden zorgen voor sterke stijging tarieven ...

Over de zomer sloot de VS een aantal handelsakkoorden af naar aanleiding van de zeggende wederkerige tarieven. De belangrijkste waren deze met Korea, Japan en de Europese Unie waarbij de heffing telkens 15% bedraagt. Hierdoor loopt het **gemiddelde Amerikaanse tarief nu op tot 18.6%**, daar waar het in het begin van het jaar nog 2.4% bedroeg. Het is meteen het **hoogste naoorlogse handelstarief**.



Bron: Yale budget lab – handelstarieven in de VS

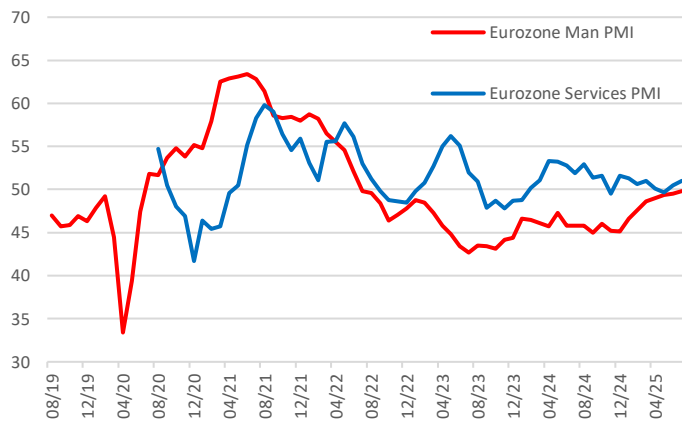
... en de eerste impact op de inflatie

Uitgaande van de – zeer waarschijnlijke – veronderstelling dat het overgrote deel zal worden doorgerekend aan de consument, is dit goed voor een **inflatoire schok van zowat 1.8%**. De eerste tekenen hiervan worden zichtbaar met een inflatie die langzamerhand toeneemt. Dat het tot nu toe duurde is wellicht te wijten aan het feit dat in het eerste trimester massaal, in anticipatie op “liberation day”, opgebouwde voorraden nu langzaam uitgeput raken. De onzekerheid rond het in voege blijven van deze tarieven steeg zeer recent nu ook een rechtbank in beroep de “algemene” (niet sector-specifieke) handelstarieven als onwettelijk bestempelt. Het Hooggerechtshof zal – behalve in het onwaarschijnlijke geval dat Trump de strijd staakt – de definitieve uitspraak moeten doen.

De kans dat de tarieven zullen zorgen voor een zichzelf voedende inflatieopstoot lijkt afgenomen tijdens de zomer. De arbeidsmarkt is immers niet langer oververhit hetgeen een loonprijzenspiraal minder waarschijnlijk maakt. De andere kant van de medaille is natuurlijk dat de inflatie veroorzaakt door de tarieven druk zal zetten op de reële groei van gezinsinkomsten, hetgeen wellicht zal wege op de consumentenbestedingen. De kans op een renteverlaging door de FED neemt dan ook duidelijk toe.

In Europa verbetert het economisch plaatje ...

In Europa zien we dat het producentenvertrouwen de goede richting uitgaat.



Bron: Bloomberg – voorlopende indicatoren producenten Eurozone

Ook het consumentenvertrouwen evolueert positief. De combinatie van de lonen die in reële termen stijgen en de situatie op de arbeidsmarkt die globaal gezien gunstig blijft, zal in combinatie met de dalende rentevoeten de Europese consument ertoe aanzetten om terug te keren naar de pre-corona spaarquote, of zelfs lager. Hierboven komt een belangrijke toename van de fiscale stimulus in Duitsland: het overheidstekort wordt verwacht toe te nemen van 1.2% van het BNP (€53 miljard) in 2024 naar zowat 3.7% van het BNP (± €180 miljard) in 2026.

... en valt een afname van de inflatie te verwachten

De sterker wordende euro in combinatie met dalende olieprijsen zorgt er voor dat inflatie in Europa niet langer een probleem is. In tegendeel: de ECB verwacht dat de inflatie in 2026 met 1.6% onder de doelstelling van 2% zal zakken. Dit zal de centrale bank toelaten om de rente te verlagen mocht de Europese economie hierom vragen.

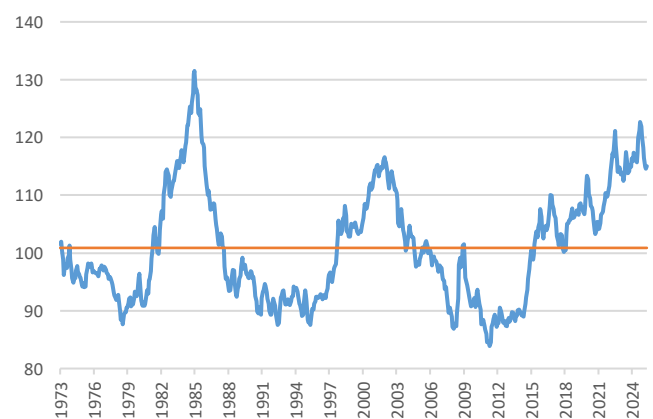
Toenemende druk op de FED ...

Terug naar de VS: de belastingverlagingen – hoofdzakelijk voor de rijken – die in de Big Beautiful Bill zijn opgenomen zorgen ervoor dat het begrotingstekort zal oplopen naar zowat 7% van het BNP. Een dikke helft ervan bestaat uit interestbetalingen, een cijfer dat in de komende jaren enkel zal toenemen. Dit verklaart meteen waarom Trump zo veel druk uitoefent op de FED om de rente te verlagen. Recent nam deze druk op de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank merkbaar toe. Na het vervroegd opstappen van één van de gouverneurs stelde Trump een medestander (Miran) aan en ontslaat hij een andere gouverneur op basis van een vage beschuldiging van een zware fout. De dame in kwestie vecht haar ontslag aan als onwettig, maar indien ze verliest heeft Trump invloed op 4 van de 7 gouverneurs. Op zich volstaat dit

niet want 5 van de 11 voorzitters van de lokale Federal Reserve Banks mogen ook stemmen (in een rotatiesysteem). Hun mandaten lopen 5 jaar en moeten begin volgend jaar vernieuwd worden. Hoewel ze niet aangesteld worden door de gouverneurs moeten deze hun aanstelling wel goedkeuren. Kort gezegd is het mogelijk dat Trump begin volgend jaar voldoende getrouwen heeft in de FED, hetgeen meteen het einde van haar onafhankelijkheid zou betekenen indien ze effectief doet wat hij wil.

... maar haast geen marktreactie

De hamvraag is waarom de markten zo kalm reageren op dit eerder verontrustend politiek nieuws. We zien twee mogelijke verklaringen. De eerste is dat de markt het als onwaarschijnlijk aanziet dat Trump zijn slag thuishaalt. De ontslagen gouverneur vecht haar ontslag aan en het hooggerichtshof (waar het juridisch steekspel wellicht zal eindigen) gaf in het verleden al aan belang te hechten aan de onafhankelijkheid van de centrale bank. Daarenboven komt dat elke voorgedragen gouverneur moet goedgekeurd worden door de Senaat en dat ook daar een ruime meerderheid voor een onafhankelijke centrale bank is. Een andere mogelijke verklaring is dat markten kortzichtig zijn. Stel dat Trump zijn slag thuishaalt en de FED de rente agressief verlaagt. Dit zal de economie stimuleren ten koste van toekomstige inflatie. Een goed draaiende economie is goed voor de winsten en dus voor de aandelenmarkt. Inflatie zou de rente moeten doen stijgen en is zo de vijand van de obligatiemarkten. Om een stijgende rente tegen te gaan zou een niet langer onafhankelijke centrale bank agressief obligaties kunnen kopen, net zoals tijdens de pandemie. Dit alles natuurlijk ten koste van een verdere toename van de toekomstige inflatie. Direct slachtoffer hiervan is de dollar die in waarde zal dalen, hetgeen echter één van de doelstellingen van de Trump-administratie is. Aangezien de dollar – ondanks de daling sinds het begin van het jaar – nog steeds historisch duur is kan het aangewezen zijn, in een portefeuille met een laag tot gemiddeld risicoprofiel met een belangrijke dollarblootstelling, om dit risico deels in te dekken door middel van short posities.



Bron: St Louis FED – gewogen (vs handelspartners) dollar in reële termen

De Amerikaanse markt is opnieuw duur ...

Door de stijgende markten zien we in alle regio's, maar in het bijzonder in de VS, de waarderingen opnieuw oplopen en dit ondanks resultaten die beter waren dan verwacht (en in de VS zelfs duidelijk beter dan verwacht) over het tweede kwartaal. Zoals in het verleden reeds aangehaald is de waardering van de Amerikaanse beursindex in belangrijke mate te verklaren

door de **hoge waardering van de zogenaamde “mega-caps”**. We **pleiten hier voor twee dingen**: ten eerste een **onderweging van de VS** tegenover haar normatief gewicht en ten tweede een **significante allocatie naar een “equal weight insteek”**, waarbij alle bedrijven hetzelfde gewicht krijgen in plaats van een weging op basis van hun marktkapitalisatie. Hoewel zeker niet goedkoop zijn de waarderingen hier aanvaardbaarder.

Bron: Bloomberg – P/E equal weight t.o.v. S&P 500

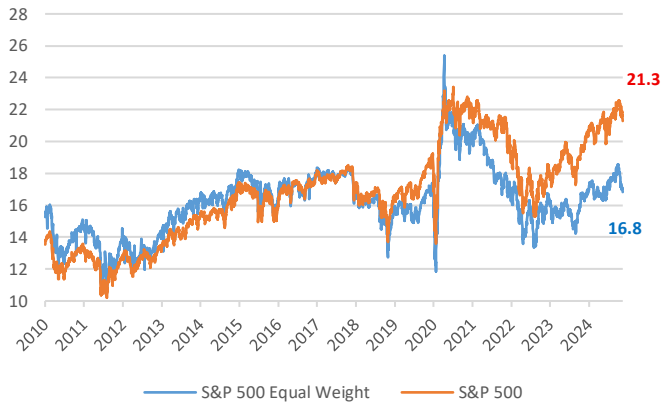
... maar Europa blijft aanvaardbaar

Europese aandelen zouden we, hoewel hun waardering ondertussen licht bovengemiddeld is geworden, in **beperkte made durven overwegen** aangezien de vooruitzichten langzaam iets beter worden. Globaal gezien pleiten we voor een lichte onderweging van aandelen in de portefeuille.

Rentestijging in Frankrijk kan kansen creëren

De toegenomen spread in **Franse staatsobligaties** door de oplopende politieke spanningen **kunnen een opportuniteit vormen indien de toppen van een jaar geleden worden bereikt**. Dit op voorwaarde dat hun allocatie binnen de portefeuille al niet aan de hoge kant is, immers voldoende diversificatie blijft troef. In relatieve termen tegenover bvb Italië lijkt Frankrijk ons – ondanks de duidelijke problemen – nog altijd de betere keuze.

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.