

Twaalf maanden geleden schreven we het volgende in de kop van onze maandelijkse spotlight: “2024 was in veel opzichten een moeilijk jaar: geopolitieke spanningen aan onze grenzen, electoraal succes van populisme en antipolitiek, sociale cohesie die onder druk staat, groeiende overheidstekorten en verergerende milieuproblemen. Tegelijkertijd was 2024 een uitstekend beursjaar.”

Moet alles veranderen opdat het gelijk zou blijven? De vraag uit De Tijgerkat (1958) van Giuseppe Tomasi di Lampedusa komt bij ons op, nu we voorgaande tekst woord voor woord zouden kunnen hernemen om 2025 te beschrijven. Een onzekere en volatiele wereld, waarin alles door elkaar wordt geschud, te beginnen met de erfenis van de Verlichting. Maar ook een wereld met opnieuw goede rendementen voor wie in aandelen heeft belegd.

En er is nog een andere continuïteit, één waarvoor we u bedanken. Ook dit jaar groeide het beheerd vermogen van Orcadia AM aanzienlijk en dat nog steeds zonder enige vorm van reclame. Wij kunnen dus ook hier hernemen wat we een jaar geleden schreven: “Het is dus dankzij u, onze klanten, dat we dit resultaat konden bereiken, door bijkomende stortingen en door mond-aan-mondreclame. We danken u dat u hiermee bijdraagt aan onze groei en zo aan onze ambitie er voor te zorgen dat meer beleggers toegang hebben tot een kwaliteitsservice die hogere rendementen biedt zonder grotere risico's te nemen, en tegelijkertijd de financiële wereld in de richting van betere praktijken te oriënteren: verantwoord beleggen, redelijke beheersvergoedingen, belangenalineëring, transparantie, beschikbare en competente contactpersonen en teruggeven aan de gemeenschap door middel van een significante filantropische bijdrage”.

Het komende jaar belooft moeilijk te worden op geopolitiek, sociaal, budgettair en ecologisch vlak. Laten we de feiten niet verbloemen... en de realiteit onder ogen zien binnen onze respectievelijke kringen, met name door diegenen te steunen en te promoten die ons inziens handelen in het algemeen belang.

Overtuigd door onze capaciteit om beslissingen te nemen, wensen wij u een schitterend 2026! Het team van Orcadia AM

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: De eerste les is dat men lessen moet kunnen trekken!

Het begin van het jaar leent zich niet alleen voor goede voornemens — die ervoor zorgen dat de openbare zwembaden in januari worden overspoeld — maar ook voor het opmaken van de balans. Lessen trekken uit de recente ervaring op basis van een synthetische en kritische blik is altijd zinvol, zowel in vermogensbeheer als in eender welk ander domein, zelfs al weten we sinds Heraclitus dat “een mens niet tweemaal in dezelfde rivier stapt”.

Grote financiële tendensen

Hoe kan 2025 financieel worden samengevat? Drie dingen springen in het oog. Het eerste is dat de aandelenbeurzen opnieuw mooi stegen. Het geluk lachte de “risicovolle” beleggingen toe. Zo steeg de wereldwijde MSCI-index in euro met 8,3%. Voor obligaties daarentegen was het jaar minder gunstig: in Europa bedroeg het rendement op tienjarige staatsobligaties ongeveer 1%. Een zogenaamde balanced portefeuille, samengesteld uit 50% aandelen en 50% obligaties, leverde op die basis een rendement vóór kosten van 4,65% op. Indien we uitgaan van een redelijke beheerkost van om en bij 1%, dan hield de belegger een nettorendement van 3,65% over. Dit is uiteraard slechts een referentiepunt, maar het is nuttig dit vergelijkingskader in gedachten te houden. We zijn verheugd dat de door ons beheerde balanced portefeuilles dit rendement ruimschoots overtroffen.

Het tweede belangrijke kenmerk was de impact van de wisselkoers van de euro, en in het bijzonder ten opzichte van de Amerikaanse dollar. In 2024 presteerden Amerikaanse aandelen merkelijk beter dan Europese. In 2025 gold het

omgekeerde, als gevolg van een waardedaling van de dollar met ongeveer 12%. In lokale munt reeg de Amerikaanse beurs de records aan elkaar, maar door de goede prestaties van de Europese beurzen in combinatie met de appreciatie van de euro is het verschil in performance tussen beide zijden van de Atlantische Oceaan aanzienlijk: +3,4% daar tegenover +19,4% hier.

Wat vorig jaar ook opviel is de heterogeniteit, zowel in de winstontwikkeling van bedrijven als in hun beursverloop. Er is veel gesproken — en terecht — over de sterke stijging van Amerikaanse technologieaandelen, gedragen door de golf van artificiële intelligentie. Hun performance werd gedreven door de waarderingen maar niet enkel hierdoor: de stijgende winsten verdienen ook een vermelding. Dat staat in schril contrast met de situatie bij grote Europese ondernemingen, waar de winsten globaal gezien stagneerden. Een andere opvallende divergentie, dit jaar vooral in Europa, was de duidelijk zwakkere prestatie van de zogenaamde duurzame beleggingen.

Voor Orcadia en haar klanten was duurzaam beleggen een sterke tegenwind, een tegenwind die harder blies naarmate het aandelengewicht in de portefeuille toeneemt. We zijn dan ook bijzonder tevreden dat we dit in ons balanced beheer hebben kunnen compenseren door goede beheerbeslissingen. Wetende dat het merendeel van onze collega-beheerder niet te lijden hadden onder de mindere prestaties van duurzame beleggingen, sloten we toch, zowel qua rendement als qua risico, het jaar vooraan in het peloton af.

Van balans naar beheerbeslissingen

In de financiële wereld kan men zich laten meedrijven op trends, of net een “contrarian” houding aannemen en tegen de stroom ingaan door te kiezen voor hetgeen wordt verwaarloosd. In onze methodologie, gebaseerd op langetermijn academisch onderzoek, hanteren we een gematigde contrarian-bias.

Vandaag zijn de verwachtingen inzake winstgroei hoog, met de technologiesector als meest sprekend voorbeeld, terwijl de langetermijnrendabiliteit van AI nog niet vaststaat. Onze houding hiertegenover bestaat erin normaal blootgesteld te zijn aan aandelen, maar met een dubbele veiligheid: minder Amerikaanse aandelen aanhouden dan hun gewicht in de wereldindex, en voor een deel ervan te beleggen via een “equal-weight”-benadering, waardoor we de blootstelling aan Nvidia & Co enigszins temperen. Wat obligaties betreft, verwachten we geen sterke stijging van de rentevoeten, ondanks de onzekerheden en de begrotingstekorten.

Op het vlak van valuta's baseren we ons op academische studies die stellen dat aandelen indekken doorheen de tijd geen zin heeft. De achterliggende redenering is dat voor een Europese aandeelhouder van een Amerikaans bedrijf een daling van de dollar de winst in euro vermindert, maar tegelijkertijd de winst in dollar verhoogt dankzij een verbeterde

concurrentiepositie. Voor vastrentende effecten bestaat zo'n compenserend mechanisme niet, en daarom stellen we vast dat doorheen de tijd aanhouden van vreemde valuta in een obligatieportefeuille alleen de volatiliteit verhoogt. In ons beheer gelden beide academische fundamenteën als norm, al sluit dat niet uit dat er kan van worden afgeweken. Dat is vandaag het geval met een zekere bescherming tegen een verdere daling van de dollar.

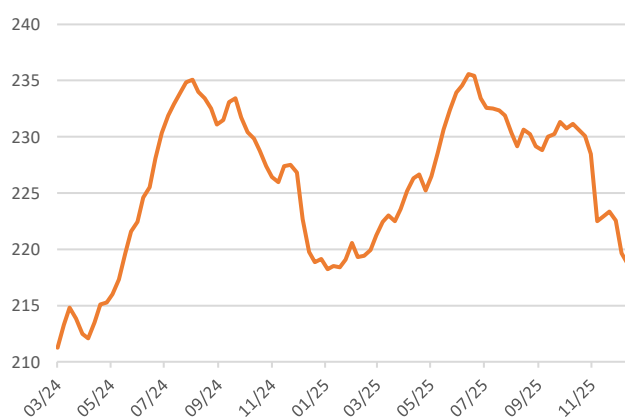
Tot slot is er de waardering van de duurzame ondernemingen waarin Orcadia voor haar klanten belegt. Zelfs los van de ethische dimensie lijkt het ons aangewezen niet toe te geven aan druk, of die nu politiek of commercieel van aard is. Duurzame beleggingen presteerden in 2025, net als in 2024, minder goed, maar wij beschouwen dit als een tijdelijk fenomeen. De stijging van de rentevoeten trof deze ondernemingen, die sterker op de lange termijn inzetten, zwaarder, en de premie waarmee zij noteren is geslonken. Laat ons eraan herinneren dat het niet de uitsluiting van bepaalde sectoren is die tot deze underperformance heeft geleid. Op vandaag is er geen rationele reden om aan te nemen dat duurzame ondernemingen met een korting zouden moeten noteren. En hoewel het uiteraard te vroeg is om te stellen dat in 2026 de trend zal keren, starten duurzame ondernemingen het jaar alvast sterk en namen ze een voorsprong op de rest.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Gemengd economisch beeld bij de Amerikaanse producenten...

De tweedeling tussen de macro-economische publicaties in de VS blijft hoog, hetgeen het vormen van een eenduidig beeld van de toestand van de Amerikaanse economie moeilijk maakt. Zo blijven **voorlopende indicatoren**, zoals de ISM Manufacturing Index en de ISM New Orders Index, **zwak** maar zonder een recessie te voorspellen. Desalniettemin blijven **bedrijven investeren** en niet alleen in AI en haar afgeleiden. **Op vlak van de werkstelling lijken de cijfers elkaar ook tegen te spreken**. De werkloosheidsgraad nam toe tot 4,6% in november, maar viel dan weer terug tot 4,4% in december. Het mag dan wel het hoogste peil in 5 jaar zijn, het blijft laag vanuit een historisch perspectief. Tegelijkertijd zien we dat de werkloosheidsaanvragen (Initial Jobless Claims) de laatste drie maanden de goede richting uitgaan.

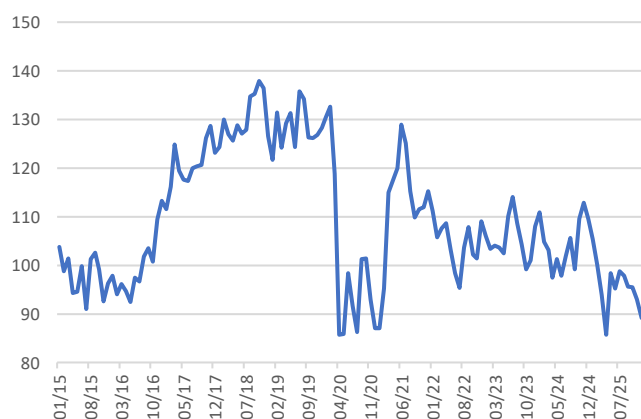


Bron: Bloomberg, Orcadia – werkloosheidsaanvragen VS, 3-maands gemiddelde

De zogenaamde Continuing Claims zijn ook al verschillende maanden stabiel. Anderzijds nemen de job openings de laatste maanden duidelijk meer toe dan verwacht, hoewel het allerrecentste cijfer dan weer een ontgoocheling was.

... en bij de consumenten

Bij de Amerikaanse **consument** daalt het door de conference board gemeten **vertrouwen naar het laagste peil in 5 jaar**.



Bron: Bloomberg – Consumentenvertrouwen VS

Anderzijds blijven de consumentenbestedingen op peil. Een exacte inschatting maken is niet evident: door de shutdown in de VS zijn de officiële cijfers gedateerd, het meest recente cijfer

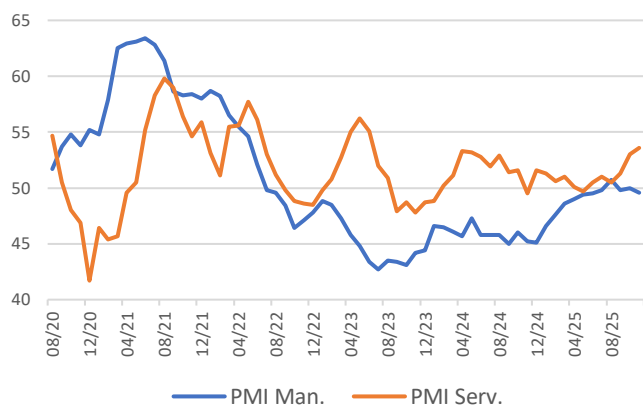
dateert al van september toen de consumptie met 0,4% op maandbasis toenam. Op basis van commentaren van de kleinhandel en van kredietkaartmaatschappijen kan men inschatten dat de groei nu rond de 0,6% op maandbasis schommelt. Ook de **tweedeling bij de consument**, de fameuze K-shape economie waarover we in het verleden al spraken, **neemt verder toe**. Dat de lonen van de 25% minst betaalden nog amper de inflatie overstijgen, begint zich te vertalen in een toename van de wanbetalingen. Bijna 5% van de kredieten aangegaan door de gezinnen had een betalingsachterstand van minstens 30 dagen, het hoogste cijfer sinds 2020. De vooruitzichten voor het armere gedeelte van de bevolking zullen door de Big Beautiful Bill verder onder druk komen. Het onafhankelijke Congressional Budget Office schat dat het inkomen van het armste deciel van de bevolking op jaarbasis met zowat 1.600 dollar zal dalen, terwijl dat van het rijkste deciel met zowat 12.000 dollar op jaarbasis zal stijgen. Zoals we in voorgaande spotlights al aangaven zijn de **betere middenklasse en de gegoede klasse** verantwoordelijk voor het merendeel van de Amerikaanse consumentenbestedingen. Het feit dat hun **lonen meer stijgen dan de inflatie** en ze daarboven genieten van een **welvaartseffect** door de toegenomen waarde van hun activa, **zorgt ervoor dat in het derde trimester de Amerikaanse economie met 4,3% geannualiseerd groeide**, merkbaar beter dan hetgeen waaraan economen zich hadden verwacht. De Nowcast, een soort van live-inschatting van de groei door de Atlanta Fed schuift voor het laatste trimester van 2025 een groei van 5% naar voor. Hoewel dit cijfer wellicht een te rooskleurige inschatting is, laat het toch vermoeden dat de groei in het 4e kwartaal positief zou kunnen verrassen.

Potentiële stimulus door Trump-administratie

De afnemende populariteit van Trump en het toenemend risico dat de republikeinen tijdens de de midtermverkiezingen de meerderheid in de Kamer kunnen verliezen, verhogen de kans dat Trump zal proberen de economie verder te stimuleren. Dit zou op korte termijn zorgen voor een boost, maar wel ten koste van een verdere verhoging van het overheidstekort en de overheidsschuld, hetgeen dan weer op langere termijn kan wegen op de economische groei.

Aantrekkende economie in Europa

In **Europa** verwachten we een duidelijk **aantrekkende economie** in 2026, weliswaar **uit een laag startpunt**. Voor de industrie bevindt de voorlopende PMI zich terug rond de 50 punten. Niet schitterend, maar wel het hoogste niveau in meer dan drie jaar. Het cijfer voor de dienstensector (ongeveer 53 punten) geeft dan weer een te verwachten expansie aan. De **eerdere rentedalingen** – tussen juni 2024 en juni 2025 verlaagde de ECB de rente met 2% – **zullen** vanaf dit jaar duidelijk **effect beginnen hebben** op de Europese economie. Niet alleen maakt het lenen minder duur, hetgeen zich al vertaalt in een toenemende vraag naar krediet, het maakt sparen ook minder aantrekkelijk. Dit kan helpen om de spaarquote, die momenteel zo'n 2 procentpunt boven het 20-jaars gemiddelde ligt, terug te normaliseren, hetgeen zou neerkomen op een significante consumptie-boost.

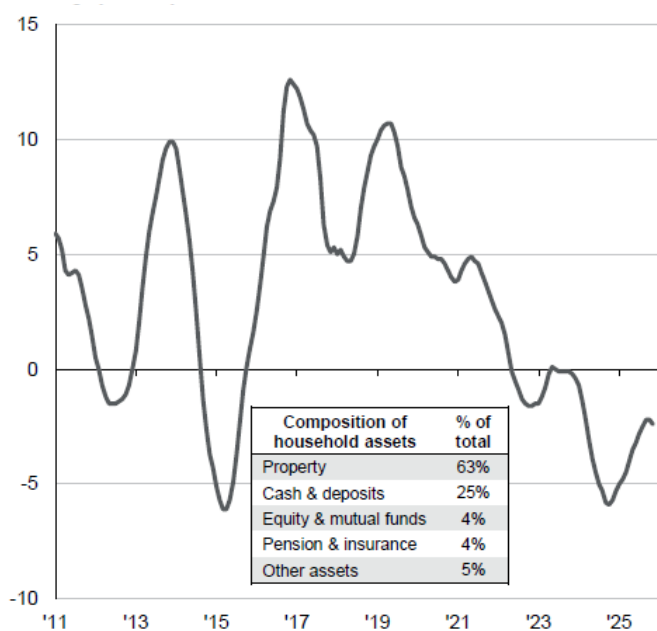


Bron: Bloomberg – Voorlopende indicatoren eurozone

Daarnaast is er een significante fiscale stimulus. De ECB schat dat het geaggregeerde tekort toeneemt met 0.3 procentpunt in 2026 en verder zal toenemen met 0.2 procentpunt in 2027. De sterke toename van het overheidstekort in Duitsland, van 2,3% momenteel naar $\pm 5\%$ in 2027, compenseert ruimschoots de verwachte daling in onder andere Frankrijk. Met een Duitse schuldgraad van 63% van het BBP, merkbaar lager dan andere landen (bijvoorbeeld de VS 123%), vormt dit geen enkel probleem.

... terwijl de Chinese situatie moeilijk blijft

In **China** is de economische situatie minder rooskleurig. De **huizenprijzen staan nu al verschillende jaren onder druk.**



Bron: JPM Asset Management – prijsevolutie vastgoed in China

Het is dan ook weinig verbazingwekkend dat de **consumentenbestedingen** in China **blijven ontgoochelen**. Het land probeert zijn groei op peil te houden door meer te exporteren waardoor het overschot op de goederenbalans bijna \$1,1 biljoen bedroeg op eind november. Het valt te verwachten dat dergelijke overschotten niet alleen in de VS maar ook in de rest van de wereld op meer en meer weerstand zullen stuiten. **Ondanks de massale export steeg de industriële productie in oktober en in november minder dan de verwacht.** Het is duidelijk dat op middellange termijn China dient te herbalanceren naar een economie die gedreven wordt door

interne consumptie, maar hiervoor zullen wellicht eerst de huizenprijzen moeten stabiliseren of zelfs stijgen.

Inflatiecijfers in de VS met een korreltje zout te nemen

De meest **recente inflatiecijfers** in de VS **leken op het eerste gezicht zeer goed** nieuws. Na verschillende maanden langzaam hogere te kruipen, tot 3% in september, was de inflatie in november met 2,7% lager dan de door economen verwachte 3,1%. **Het zou echter een vergissing zijn hierin te veel te willen lezen:** door de shutdown werd immers een disproportioneel deel van de data verzameld tijdens de Black Friday koopjes hetgeen het cijfer naar beneden trok. **In de eurozone steeg de inflatie in november onverwacht** tot in 2,2%, terwijl economen een stabilisering van 2,1% hadden verwacht. **In december keerde het cijfer dan terug naar 2%.** In Duitsland liep de inflatie zelfs op tot 2,6%. De diensteninflatie, een goede graadmeter voor de prijsdruk in de eurozone, steeg voor de derde maand op de rij en ligt met 3,5% oncomfortabel boven de ECB-doelstelling van 2%.

Impact Venezuela beperkt, Iran kan belangrijker worden

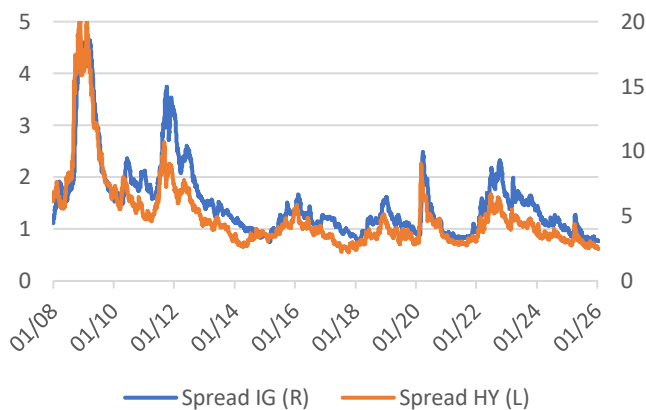
Het lijkt **weinig waarschijnlijk** dat de politieke inmenging van de VS in **Venezuela** op korte termijn een **belangrijke impact zal hebben op de olieprijsen en dus op de inflatie**. Venezuela herbergt weliswaar zowat 17% van de wereldwijd bewezen oliereserves, maar is amper goed voor zowat 1% van de wereldproductie. De markt is bovendien op dit moment in overaanbod en de andere OPEC-landen kunnen de productie makkelijk opdrijven indien onverwacht de Venezolaanse productie zou wegvallen. Op langere termijn kan een toenemende Venezolaanse olieproductie – 20 jaar geleden produceerde het land dagelijks bijna 3 miljoen vaten – druk zetten op de olieprijs, hetgeen goed zou zijn voor zowel economische groei als inflatie. Maar we moeten realistisch blijven: een snelle terugkeer naar de historische productie is niet voor de hand liggend aangezien het na jaren van onderinvestering vele tientallen miljarden aan investeringen zou vereisen. **Indien Trump militair zou tussenkomen in Iran** waar de protesten gewelddadig worden onderdrukt, **dan valt een marktreactie wel te verwachten.** De situatie zou immers snel kunnen escaleren en, in tegenstelling tot Venezuela, kan Iran een significant deel van de wereldwijde olieproductie bedreigen door bijvoorbeeld olietankers aan te vallen in de straat van Hormuz. Hoewel dit momenteel zeker niet ons basisscenario is, is het wel iets dat we van nabij opvolgen.

FED verlaagt de rente, de ECB niet

In de **eurozone hield de centrale bank de rente stabiel in december**. Er wordt verwacht dat het huidige niveau van 2% de komende maanden aangehouden zal worden. **In de VS daarentegen verlaagde de FED** zoals verwacht **de rente met 25 basispunten naar 3,5%**, de derde renteverlaging op rij. In tegenstelling tot in de eurozone verwachten we hier wel verdere renteverlagingen. De centrale bank kondigde daarenboven aan dat ze het quantitative tightening programma dat de afgelopen 3 jaar eerder gekochte langlopende obligaties terug verkocht, stopzette en **opnieuw liquiditeit in de markt zal pompen** door maandelijks voor 40 miljard kortlopende staatsobligaties te kopen. Deze bijkomende stimulus in combinatie met het afnemend renteverschuif tussen de eurozone en de VS maken een verdere verzwakking van de dollar tegenover de euro waarschijnlijk.

Obligatiespreads nemen overal af

Het afgelopen jaar zagen we een **significante daling van de spreads in bedrijfsobligaties** (zowel in investment grade (IG) als in high yield (HY)) in zowel de eurozone als de VS.



Bron: Bloomberg, Orcadia – Spreads in de eurozone

Ze bevinden zich nu op het laagste niveau sinds de financiële crisis. Hoewel de eerder gunstige economische vooruitzichten een forse toename van de spread onwaarschijnlijk maakt, **vragen we ons niet te min af of het sop de kool wel waard is**. De **afnemende spreads** geboden door de voormalige PIIGS zijn **te verantwoorden door verbeterde economische omstandigheden**. Zo viel het overheidstekort in Spanje terug tot 2,5%, bij de laagste in de eurozone. Ook in Italië verlaagt de regering Meloni het tekort: van 3,8% in 2024 naar 3,3% in 2025 en naar een verwachte 2,8% in 2026. **We pleiten voor een benedengemiddelde allocatie naar de periferie ten gunste van Duitsland, maar zouden echter niet volledig uitstappen**. Ook Frankrijk blijft een valabele kandidaat aangezien de geboden spread, ondanks de daling van de laatste maanden, nog altijd de hoogste uit de eurozone blijft.

Licht positieve vooruitzichten voor aandelenmarkten

De globaal gezien positieve economische signalen in de VS en de verwachting dat de groei in Europa zal aantrekken, creëren een **eerder gunstig macro-economische context voor** een verdere toename van de **bedrijfswinsten** in 2026. Beursprestaties hangen echter niet enkel af van de winstevolutie, maar ook van door de rente-evolutie en de waarderingen. Aangezien we ons aan een relatief stabiel renteklimaat verwachten, zal de rente maar een beperkte invloed hebben op de performances. **In de VS zijn de waarderingen bovengemiddeld**, in het bijzonder bij de allergrootste bedrijven. We hadden het hier al meermaals over in onze spotlights.

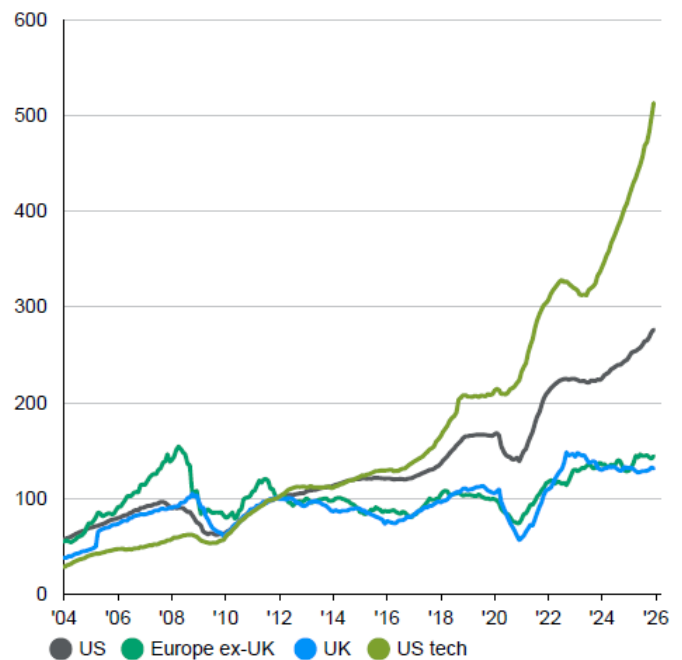
(nog) niet in een op springen staande zeepbel

We zijn van mening dat de **Amerikaanse beurs** zich, in tegenstelling tot midden 2000, **niet in een zeepbel bevindt die onvermijdelijk op korte termijn onder zijn eigen gewicht moet ineensklappen**. Verschillende elementen leiden tot deze conclusie: ten eerste werd de goede return van de

Amerikaanse markt de afgelopen jaren mee gedragen door een sterke toename van de winsten.

Earnings per share

USD, 12-month trailing EPS, rebased to 100 in December 2011



Bron: JPM Asset Management – winstevolutie geselecteerde aandelenmarkten

Ten tweede zijn de waarderingen hoog maar niet extreem: op dit moment noteert de technologie-index Nasdaq-100 aan 30 maal de verwachte winst, op de piek van de TMT-zeepbel was dat van 65 maal de (opgeblazen) verwachte winst. Tot slot zien we geen wijdverbreide speculatie waarbij alles wat ook maar iets te maken heeft met AI zonder nadenken wordt gekocht. Integendeel: CoreWeave, een met schulden beladen AI-datacenter provider, viel de laatste zes maanden met de helft terug en Oracle staat ondertussen 20% lager dan voor de aankondiging van een deal met OpenAI die de koers die dag met meer dan 30% liet stijgen. Bedrijven die een “leveraged play” zijn op een AI-explosie blijven duidelijk achter op meer conservatief geleide bedrijven, het omgekeerde van hetgeen men kan verwachten tijdens een speculatieve manie.

Neutrale aandelenallocatie met beperkte regionale afwijkingen

Alle elementen combinerend pleiten we voor een neutrale weging in de aandelenmarkten met beperkte regionale over of onderwegingen. De reden hiervoor is dat de hogere Amerikaanse waardering mede wordt verklaard door hun quasi-monopolie op AI-vlak en deels kan worden opgevangen door een equal weight aanpak. Deze laatste stelt ons in staat om aan een – gezien de vooruitzichten – aanvaardbare waardering te participeren in de Amerikaanse groei. Daarnaast nam het waarderingsverschil tussen de VS en de rest van de wereld vorig jaar af.

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.