

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT Het Amerikaanse gewicht

“Er is niets mis mee om van mening te veranderen. Op voorwaarde dat het in de juiste richting is.” Deze vrije vertaling van een geveugelde uitspraak van Churchill houdt de gemoederen bezig nu de stevigheid van de band tussen de Verenigde Staten en Europa zwaar op de proef wordt gesteld en we ons daardoor genoodzaakt zien de manier waarop we de Europese economie organiseren te herdenken.

Economische robuustheid

Of het nu gaat om veiligheid, inlichtingen en defensie in enge zin, of ruimer om onze afhankelijkheid op vlak van informatietechnologie — denk aan Starlink — of energie, met recordimporten van Amerikaans gas: Europa moet zijn robuustheid vooropstellen. Vandaag de dag is onze afhankelijkheid van de Verenigde Staten plots een probleem geworden. Wat als een leverancier waarvoor we geen direct alternatief hebben onverwacht zijn prijzen fors verhoogt? Wat als hij eenvoudigweg de kraan dichtdraait? Wat als het Witte Huis van ons bepaalde politieke beslissingen eist onder dreiging de kraan dicht te draaien? Wat eergisteren nog als onrealistische angst klonk, is vandaag een reële dreiging.

Ons economisch systeem is paradoxaal. Gedragsonderzoek toont het duidelijk aan: we krijgen liever elk jaar 100 dan de helft van de tijd 70 en de andere helft 150 — ook al krijgen we hier gemiddeld 110. Collectief verkiezen we stabiliteit en hebben we een grotere afkeer van crisissen dan we voorspoedige periodes waarderen. Desondanks wordt robuustheid in de praktijk niet vergoed, laat staan beloond. Een onderneming die ruime voorraden aanhoudt, haar bevoorrading diversifieert of zich niet verregaand specialiseert in productie en verkoop, wordt al snel als minder efficiënt beschouwd. Wanneer zich echter een crisis voordoet — zoals tijdens Covid — kan de fietsenhandelaar met voorraad zich in de handen wrijven en houdt de restaurateur die ook traiteur is beter stand. Maar zulke lessen worden snel vergeten.

Het gaat er uiteraard niet om volledig zelfvoorzienend te zijn. Het verlies aan welvaart zou enorm zijn. Innoveren vergt specialisatie, handel laat ons profiteren van de fameuze schaalvoordelen, bovendien verschillen weer en natuurlijke hulpbronnen van regio tot regio. Het doel is dus niet isolationisme, maar een doordachte en goed beheerde onderlinge afhankelijkheid. In plaats van één dominante leverancier moeten we streven naar een waaier aan aanbieders. Wat geldt voor aankopen, geldt evenzeer voor afzetmarkten. Een land dat sterk afhankelijk is van de export van enkele specifieke producten — zoals België met farmacie en chemie — loopt meer risico dan een land met een breed gediversifieerde economie, zowel qua sectoren als qua exportbestemmingen.

Financiële robuustheid

De spectaculaire verslechtering van de trans-Atlantische relaties — ook al moeten we het verleden van voor de

ambtstermijnen van Trump in 2017 en 2023 niet idealiseren — noopt ons na te denken over onze afhankelijkheid van de Verenigde Staten. Het overstijgt het kader van veiligheid, energie en technologie naar de financiële dimensie.

Er is bijvoorbeeld de rol van de dollar, met zijn “exorbitant privilege” als dé mondiale referentiemunt. Voor Amerikaanse ondernemingen is er geen wisselkoersrisico wanneer zij in dollars inkopen en factureren. Voor ondernemers elders in de wereld daarentegen zorgt de volatiliteit van wisselkoersen voor risico’s en/of kosten indien ze zich willen indekken.

Financiële robuustheid betekent ook dat we over voldoende durfkapitaal beschikken om onze ondernemingen van bij hun start te financieren. Het is paradoxaal dat Europa een spaaroverschot heeft en de Verenigde Staten een tekort op hun handelsbalans toont, terwijl tegelijk veelbelovende Europese bedrijven worden overgenomen door Amerikaanse spelers of naar de VS verhuizen.

Een andere belangrijke dimensie van financiële robuustheid, die rechtstreeks verband houdt met beheer, is het gewicht van Amerikaanse aandelen in een portefeuille. Volgens de referentie-index MSCI ACWI (“All Countries World Index” vertegenwoordigt de Amerikaanse beurskapitalisatie momenteel Index”), 63% van het wereldtotaal en dit, inclusief de groeilanden. (Ter verduidelijking de naam van de meer gekende “MSCI World-index” is ambigu aangezien deze enkel de ontwikkelende markten omvat en de groeilanden uitsluit.

Bij Orcadia AM bedraagt het “normale” gewicht (de zogenaamde benchmark) van de Verenigde Staten 55%, omdat we in onze methodologie niet alleen rekening houden met beurskapitalisatie, maar ook met het macro-economisch gewicht gemeten via het bbp.

Het gewicht van Amerikaanse aandelen verminderen?

Dat roept een duidelijke vraag op: is dit niet te veel? Moeten Europeanen niet zowel hun eigen ondernemingen ondersteunen als vermijden te afhankelijk te zijn van Amerikaanse bedrijven?

Onze houding is de volgende: ten eerste hebben we door onze methodologie al een lagere blootstelling aan Amerikaanse ondernemingen dan de wereldindex. Ten tweede bevat onze referentie (benchmark) voor vastrentende activa geen Amerikaanse staats- of bedrijfsobligaties en bestaat ze enkel uit Europese obligatie-indices. Bovendien onderwegen we momenteel de Verenigde Staten en overwegen we Europa gezien hun relatieve waarderingen.

We voelen ons niet geroepen om een meer “radicale” positie in te nemen tegenover blootstelling aan Amerikaanse ondernemingen, maar zijn verheugd klanten die dat wel wensen een oplossing te kunnen bieden. Binnen ons aanbod bestaat immers een compartiment van een sicav dat uitsluitend in aandelen van Europese ondernemingen belegt. Zij die dat

wensen, kunnen dus hun blootstelling aan de Verenigde Staten verminderen door geheel of gedeeltelijk in een exclusief Europees vehikel te beleggen.

Historische financiële inzichten leren ons evenwel dat een sterke geografische concentratie van portefeuilles doorgaans

leidt tot een minder gunstige verhouding tussen rendement en risico. Het is slechts een overweging, af te wegen tegen de eventuele wens om de voorkeur te geven aan Europa.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

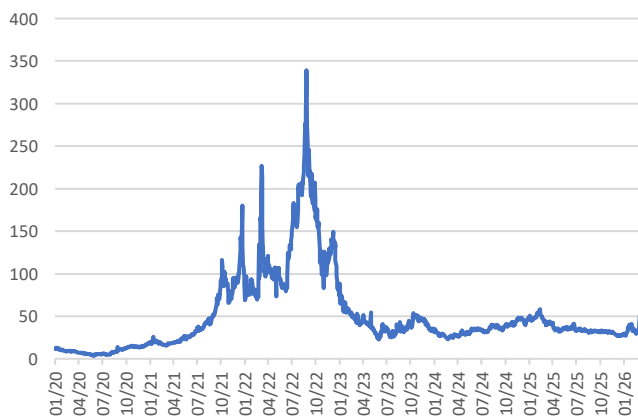
Impact nieuwe Iran-oorlog veel zwaarder dan de vorige

Hoewel de menselijke tol en het leed veroorzaakt door de oorlog in de Golfregio natuurlijk niet te vergelijken zijn met materiële schade, focussen we ons hier op de mogelijke financiële impact van de tweede Iraanse oorlog in één jaar. De Spotlight heeft immers als doelstelling de financieel-economische actualiteit te belichten. Het is nu al duidelijk dat de **schade veel zwaarder is dan tijdens de eerste campagne** van zowat een jaar geleden, toen de focus van de bombardementen vooral op nucleaire installaties lag. De **reactie van Iran** is nu ook **anders**, met raket en drone **aanvallen op buurlanden** en de dreiging om **de Straat van Hormuz te sluiten** door passerende schepen aan te vallen. Of Iraanse aanvallen deze nauwe zeestraat sluiten of ze of de facto gesloten is omdat schepen en hun lading onverzekerbaar worden, is relatief irrelevant. De impact is dat wel. We zagen een **forse stijging van zowel olie- als gasprijzen in de eerste week van de oorlog**. De keuze voor de zoon van Khamenei als nieuwe opperste leider in Iran en uitspraken van Trump dat hij een onvoorwaardelijke overgave eiste, duwden de prijzen in het begin van de tweede week verder omhoog.

De verklaring voor deze zware impact is eenvoudig: **de Straat van Hormuz is van levensbelang voor de energiebevoorrading van de wereld**. Zowat 20% van de dagelijkse wereldconsumptie in olie passeert er. Voor vloeibaar gas (LNG) is Qatar goed voor 20% van de productie. Dat dit vooral naar Azië wordt verscheept is niet van belang. Aangezien het een wereldmarkt is delen we in Europa mee in de klappen.

Gevolgen in perspectief te plaatsen

Ons inziens is het van belang om deze evolutie in perspectief te plaatsen. De **stijging van de olieprijs** was op het moment dat we deze Spotlight schrijven **significant maar niet in verhouding tot vroegere olieschokken**. Zo steeg de olieprijs als gevolg van de islamitische revolutie in Iran in 1979 met zowat 160%. De invasie van Koeweit door Irak had een stijging van 180% tot gevolg en de Arabische olieboycot tijdens de Yom Kipoer-oorlog begin de jaren '70 zorgde ervoor dat de prijs met 260% steeg. De **quasi-verdubbeling van de gasprijs** staat eveneens in **schril contrast met de prijsexplosie** naar aanleiding van de oorlog in Oekraïne.



Bron: Bloomberg – gasprijzen in de eurozone (Amsterdam futures)

Daarnaast veranderde de wereld sinds de jaren '70. Onze **economieën** werden **veel minder olie-intensief**: in de VS – niet direct de beste leerling van de klas – is de geschatte daling zowat 70%. Daarnaast zijn we ook **veel minder afhankelijk** geworden **van het Midden-Oosten** en is er een veel breder pallet aan olieproducerende landen. Ten slotte bestaan er zeer **grote voorraden**: volgens Goldman Sachs bedragen de voorraden aan olie en geraffineerde producten zo'n 8 miljard vaten, terwijl er vóór de oorlog ongeveer 20 miljoen vaten per dag door de Straat van Hormuz passeerden.

Wereldeconomie draaide goed aan de start van de oorlog

Daarnaast mogen we niet uit het oog verliezen dat de wereldeconomie vrij goed draaide vóór de eerste raketten insloegen. Hoewel in de **VS** de economische groei in het laatste kwartaal van 2025 tegenviel, dient dit in perspectief te worden geplaatst gezien het veel beter dan verwachte derde kwartaal en de shutdown van de Amerikaanse overheid gedurende meer dan een maand. En hoewel de jobcreatie duidelijk volatieler is geworden – goede en slechte maanden wisselen elkaar af – blijft de werkloosheidsgraad laag en de vraag naar nieuwe uitkeringen beperkt. Globaal gezien kunnen we dus stellen dat **de situatie eerder gunstig blijft met consumenten die blijven consumeren**. In Europa verwachten we een **aantrekkelijke economische groei**. De gematigd positieve voorlopige indicatoren in de bedrijfswereld en de toename van zowel consumenten- als bedrijfskredieten geven aan dat het vertrouwen verbeterd. De verwachte toename van het Duitse overheidstekort, veroorzaakt door hogere uitgaven aan defensie en infrastructuur, zal meehelpen om de economische **groei van Noord-Europa** te laten aantrekken. In het Zuiden van Europa draait de economie al relatief goed. Daardoor wordt voor de komende 2 jaar een groei tussen 1,2% en 1,5% verwacht in Europa.

Voor de wereldeconomie verwacht het IMF een groei van **3.3%**, zowat **0,2 procentpunt hoger** dan de verwachting van oktober. De verbeterende situatie is ook **merkbaar in de zogenaamde surprise indices**, gepubliceerd door Citigroup, die duidelijk boven het nulpunt uitkomen en aangeven dat de gepubliceerde **economische cijfers gemiddeld beter zijn dan verwacht**.



Bron: Bloomberg – Citigroup global surprise index

Aanslepend conflict verhoogt het risico ...

Onze, op dit moment gematigde, lezing van de feiten hangt af van de duur van het conflict. **Naarmate de oorlog aansleept**, zullen de **Golfstaten** wellicht **verplicht zijn hun productie te stoppen** omdat de opslagcapaciteit bereikt is. Dit zou **schade kunnen berokkenen aan de olievelden**. Een langere oorlog **verhoogt ook de kans dat installaties** op een bepaald moment **getroffen worden**. Beide factoren kunnen ervoor zorgen dat de impact van de oorlog blijft nazinderen nadat het conflict al beëindigd is. Een langer aanslepend conflict verhoogt duidelijk de kans dat de olieprijs langere tijd hoog blijven, hetgeen zich onvermijdelijk zal vertalen in een toename van de inflatie. De **onmiddellijke impact van olie en gas** mag dan **beperkt** zijn, deze grondstoffen zijn **alomtegenwoordig in het productieproces**. Zo zal bijvoorbeeld een sterke stijging van de meststoffenprijzen zich wellicht snel vertalen in toenemende voedselprijzen. Aangezien zowel **voedsel als brandstof** zeer **regelmatig** worden **aangekocht**, kan al snel de **perceptie** ontstaan dat we voor een **tweede inflatiegolf** staan.

... op het einde van het positieve scenario...

Dit zou dan weer kunnen leiden tot een **merkelijke afname van de bestedingsbereidheid** en zo ons positief economisch scenario in Europa en de VS ondermijnen. In de VS zien we dat de lagere sociale klassen het al moeilijk hebben. Een langdurig conflict zal hun disproportioneel treffen aangezien voedsel en brandstof een groter deel van hun bestedingen uitmaken. Hierdoor zouden de betalingsachterstanden op creditcards verder kunnen oplopen, hetgeen slecht nieuws zou zijn voor de banken. Nog relevanter voor ons economisch scenario is dat ook de **bestedingen van de betere middenklasse onder druk** zouden kunnen komen te staan. Hun bestedingsbereidheid wordt immers **ondersteund door gunstige financiële markten**, en een remake van 2022 zou hieraan een einde maken.

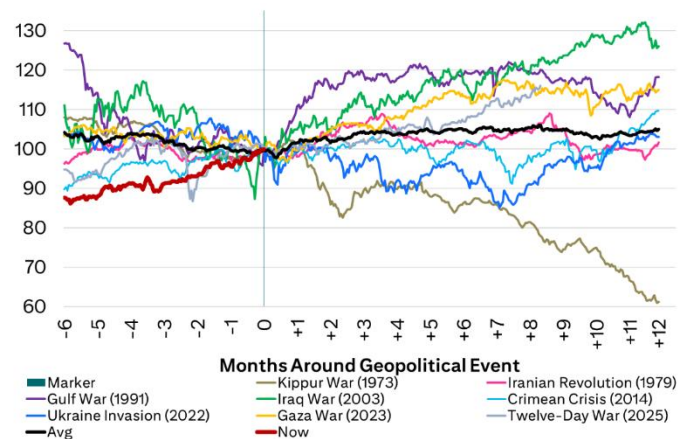
... maar dit is niet het basisscenario...

Een **aanslepende oorlog** met langdurig hoge olieprijsen is op dit moment zeker niet ons basisscenario. Het zou voor **Trump een onhoudbaar politiek probleem** creëren en zijn populariteit — die al niet bijzonder hoog is — verder ondermijnen. In het bijzonder bij zijn MAGA-kiespubliek, dat door de band eerder een tegenstander is van de oorlog en de economische impact bovengemiddeld zal voelen. De **te betalen politieke prijs** — een zware verkiezingsnederlaag tijdens de midterms — zal **wellicht te hoog** zijn. Het lijkt dus waarschijnlijk dat hij de **prijs aan de pomp onder controle** zal proberen te **houden** door de Straat van Hormuz zo snel mogelijk opnieuw bevaarbaar te maken. Uitspraken dat hij indien nodig **tankers zal escorteren** met Amerikaanse oorlogsschepen en dat hij de **VS als herverzekeraar** zal laten optreden, wijzen in die richting. Een andere mogelijkheid is dat hij put uit de **strategische reserves** om de prijzen te kalmeren, hoewel de impact daarvan beperkt en van korte duur zal zijn indien de Straat van Hormuz gesloten blijft. **Moest de oorlog langer** dan een paar weken **aanhouden**, is de kans reëel dat **Trump plots verklaart dat de “beoogde doelen”** (wat die dan ook mogen zijn) **bereikt zijn** en hij **onderhandelingen** met het regime **opstart**. De kans hierop neemt ons inziens toe indien de nieuwe sterke man militair en niet-religieus zou zijn. We weten dat Trump lak heeft aan het

democratisch bestel: in ruil voor beloftes zich te gedragen en Amerikaanse bedrijven te bevoordelen, zou de nieuwe dictator grotendeels ongestoord zijn gang mogen gaan. Cynisch als het is, verhoogt dit wellicht de kans op langdurige stabiliteit in de regio. Het laatste waar de Arabische bondgenoten op zitten te wachten, is een democratie in Iran. Allah verhoede dat het hun eigen bevolking zou inspireren.

... dat ervan uitgaat dat dit van voorbijgaande aard is

Ons basisscenario blijft dus dat — net zoals **bij bijna alle olie-gerelateerde conflicten** (met de Yom-Kipoeroorlog als duidelijke uitzondering) — de markten de huidige situatie **binnen het jaar zonder grote problemen hebben verteerd**.



Bron: Bloomberg Opinion Points of Return

Op dit moment zijn we **nog geen koper van aandelen**, maar houden we ons **klaar om stapsgewijs in te stappen**. Bij ongewijzigde omstandigheden lijken Europa en de emerging markets de meest voor de hand liggende kandidaten. In de VS staan de beurzen in euro uitgedrukt dankzij de stijging van de dollar — die voor het eerst sinds geruime tijd opnieuw als vluchtmunt wordt gezien — amper lager.

In obligaties zien we dat **inflatie-gelinkte obligaties** duidelijk **beter standhouden** dan nominale obligaties en dat de **landenspreads opnieuw toenemen**. Onze eerdere suggesties rond inflatie-gelinkte obligaties en onze voorkeur voor Duitse staatsobligaties helpen de schade te beperken. Een **stapsgewijze verhoging** van het gewicht in **niet-Duitse nominale staatsobligaties valt zeker te overwegen**. Ook **bij bedrijfsobligaties en high-yieldobligaties nemen de spreads toe**, maar blijven ze vanuit een **historisch perspectief nog relatief laag**. Bovendien is het niet ondenkbaar dat de problemen die opduiken sinds het begin van het jaar bij private debt ook bedrijfsobligaties en in het bijzonder de meer risicovolle high yield obligaties zouden kunnen besmetten. Een beetje ondergesneeuwd door de evolutie in de Golf zien we immers steeds meer berichten dat een aantal semi-liquide private-debtfondsen door een sterke toename van terugbetalingsverzoeken in de problemen komen. De onrust rond de Golf, de investeringen in software-as-a-servicebedrijven — die de laatste maanden op de beurs al klappen kregen — en de relatief hoge waarderingen (met andere woorden lage spreads) zijn hier wellicht niet vreemd aan. **Het pleit voor enige terughoudendheid tot de vergoeding wat meer genormaliseerd is**.

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.