

## MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT Een oorlog? Welke oorlog?

Hoe komt het dat de oorlog in en met Iran niet is uitgemond in een beurscorrectie? Dat is de vraag die vandaag de dag de financiële markten bezighoudt. Om hierop een antwoord te vinden, moeten we ons afvragen wat de markten drijft. Drie doorslaggevende factoren schieten te binnen.

De eerste en meest structurele factor zijn de economische groeivoorzichten. Op de lange termijn evolueert de beurs in lijn met de winsten van de genoteerde bedrijven, en die winsten evolueren op hun beurt mee met de wereldeconomie. De tweede factor zijn de verwachtingen rond de reële rentevoeten. We maakten het in 2022 mee: rentestijgingen zijn slecht nieuws voor de beurzen. De derde factor is het algemeen ondernemingsklimaat. Vertrouwen stimuleert zowel investeringen als consumptie; wantrouwen en zorgen zijn daarentegen nefast. In financieel jargon zorgt het voor een stijging van de risicopremie en dus een daling van de waarderingen van financiële activa.

In het licht van deze drie factoren had de Golfoorlog de beurzen moeten laten kelderen:

- Dat het op de economische activiteit weegt, valt niet te ontkennen. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) verlaagde onlangs haar groeiprognose voor het mondiale bbp voor het lopende jaar, na inflatie van 3,3% naar 3,1%, op basis van een scenario voor het conflict dat als optimistisch kan worden bestempeld;
- Dat de inflatie opnieuw versneld en de renteverwachtingen naar boven zijn bijgesteld, is zonneklaar;
- En stellen dat het geopolitiek klimaat is verslechterd – ook al waren er voor de bombardementen op Iran al sterke geopolitieke spanningen – is een open deur intrappen.

Overigens had een vierde element, dat losstaat van de Golfoorlog, de beursindices naar beneden moeten duwen: technologie. Meer specifiek had de neerwaartse herziening van de grootschalige en duurzame effecten van kunstmatige intelligentie op de globale winstgevendheid van bedrijven de daling van de beursindices a priori moeten versterken. We zullen dit vierde element hier niet dieper behandelen, maar herinneren enkel aan een feit dat halverwege de 19e eeuw al werd bewezen tijdens de uitrol van de spoorwegen in Engeland. Hoewel deze industriële en sociale revolutie duurzame macro-economische effecten had, zorgde ze voor dermate hoge financiële verwachtingen, dat die vervolgens onvermijdelijk naar beneden dienden te worden bijgesteld.

Hoe komt het dan dat de beurs, ondanks de bovengenoemde factoren, hoger staat dan aan het begin van het jaar, en niet lager zoals men had kunnen vrezen? Hoe verklaren we deze ont koppeling tussen enerzijds bedreigingen voor de energievoorziening en de vrees voor vrede en veiligheid, en een zorgeloze beurs anderzijds? Kijkt de beurs verder dan de internationale kortetermijnperikelen, of is ze doof en bijziend?

### *Een macro-economische schok: ja, maar beperkt*

Het eerste element is dat de schade op vlak van groei, inflatie en rente tot op heden beperkt is. Ja, het IMF verlaagde zijn wereldwijde prognose voor 2026 met 0,2 procentpunt, maar dat is niet dramatisch. Bovendien liet het IMF de voorspelling voor 2027 onveranderd. Het economisch belang van Iran is beperkt en zelfs als exporteur van fossiele energie is het land vervangbaar. Wat verontrustender is, is de vernietiging van de productie-, verwerkings- en transportcapaciteit van fossiele energie in de gehele Golfregio – vernietiging vandaag en mogelijke vernietiging morgen.

Het is uiteraard moeilijk om een voorspelling te doen die meer is dan een prognose. Denk aan de (al te strenge) wijsheid dat voorspellen een illusie in stand houden is, en dus misleidend, is omdat we per definitie niet weten wat morgen zal brengen. Tussen een Straat van Hormuz zoals voorheen en een Straat van Hormuz die maandenlang volledig gesloten blijft, ligt een wereld van verschil. De Iraanse militaire capaciteit is ongetwijfeld zwaar aangetast, maar het is onmogelijk de resterende capaciteit in te schatten, des te meer in een oorlog waarin nieuwe soorten wapens met lage productiekosten zijn verschenen.

De stijging van de globale inflatie is tot op de dag van vandaag gematigd. Dit staat in scherp contrast met 2022 als gevolg van de nieuwe invasie van Oekraïne door Rusland. Destijds steeg de gasprijs met een factor 5 tot 20. Daar zijn we momenteel ver van verwijderd. Bovendien kwamen we toen net uit de coronaperiode, waarbij gezinnen beschikten over extra spaargeld afkomstig uit het verplichte sparen omdat vrijetijdsbesteding buitenshuis onmogelijk was. De besteding hiervan dreef de vraag, en dus de prijzen, op. Daarnaast was het begrotings- en monetair beleid destijds bijzonder soepel.

Twee andere vergelijkende elementen moeten nog worden toegevoegd. Ten eerste is, vergeleken met de jaren 70 en de twee toenmalige olieschokken, de energie-intensiteit van het wereldwijde bbp gehalveerd. Dit is te danken aan verschuivingen in de samenstelling van de wereldwijde economische activiteit, een betere energie-efficiëntie en de ontwikkeling van hernieuwbare energie. Die laatste is overigens recent belangrijker geworden dan steenkool in de energiemix wereldwijd. Er is niet alleen maar slecht nieuws! Dit betekent dat om 1000 aan toegevoegde waarde te produceren 50% minder olie nodig is. Bijgevolg zal eenzelfde prijsstijging – en zover zijn we vandaag nog niet – de helft minder impact hebben dan 50 jaar geleden. Een ander vergelijkend element is de evolutie van de voedselprijzen. Hoewel de stijgende prijzen van kunstmest de agro-industrie vandaag net als in 2022 zorgen baren, kwam daar vier jaar geleden nog het spookbeeld van het productieverlies van de "graanschuur van de wereld" bovenop.

## ***Leve de belastingen?***

De gevoeligheid van de consumptieprijzen voor variaties in de olieprijs nam ook af door indirecte belastingen. Accijnzen zijn – met uitzondering van tabak in België en in tegenstelling tot BTW - niet proportioneel aan de waarde van het product. Ze namen dus niet toe door de sterke stijging van de olieprijsen en zwakken zo de prijsjsschommelingen in procenten af.

Een voorbeeld maakt dit duidelijker. Stel dat de prijs exclusief BTW en accijnzen € 0.5 per liter bedraagt en de accijns goed is voor € 1 per liter met een BTW van 21%. Abstractie makend van de overige kosten (transport, verwerking, distributie...), geeft dit een prijs van 1,5 EUR per liter of inclusief btw 1,81 EUR per liter. Als de prijs van ruwe olie stijgt naar 0,8 EUR (een stijging van 60%), wordt de eindprijs 1,8 EUR of inclusief BTW 2,18 EUR. Vergeleken met 1,81 EUR is dat een stijging van 20%. Dat verklaart de sterkere procentuele stijging van stookolie of “rode” diesel dan die van een liter benzine aan de pomp. Het is ook de reden waarom de stijging in de Verenigde Staten meer uitgesproken is dan in Europa.

## ***Behouden winsten***

Dat de beurs, en in het bijzonder de Amerikaanse beurs, zich zo ongevoelig toont voor de nieuwe Golfoorlog, heeft andere redenen. Ten eerste zijn de Verenigde Staten – goed voor twee derde van de wereldwijde beurskapitalisatie – netto-exporteur van energie geworden. Wanneer de prijs van fossiele energie stijgt, wordt het land dus rijker. Natuurlijk is die bijkomende rijkdom verre van eerlijk verdeeld tussen producenten en consumenten, en daardoor is de prijsstijging, zelfs voor de VS, geen goed conjunctureel nieuws. Maar de kaarten liggen toch heel anders dan voor een land dat netto-importeur van energie is.

Er is ook een compositie-effect. In de beurskapitalisatie, opnieuw in het bijzonder in de VS, liep het gewicht van de technologiesector behoorlijk op: ondertussen bedraagt het

meer dan een derde van de totale kapitalisatie. Beursgenoteerde bedrijven zijn ongelijk blootgesteld aan een energieschok. Los van de verschillen in productiekosten per sector, zorgde de verschuiving in de sectorale gewichten op de beurs voor een verminderde gevoeligheid van de geaggregeerde winsten voor een energieschok. Samenvattend kunnen we stellen: in 2026 heeft twijfel over de winstgevendheid van kunstmatige intelligentie meer impact dan een olieschok. Dat gezegd zijnde, is AI verre van immuun voor energiekosten want door haar datacenters is het een grootverbruiker!

Vandaag blijven de winsten van de grote beursgenoteerde ondernemingen meer dan gunstig evolueren, met de VS op kop. Dit resulteert in een daling van de waarderingsmaatstaven zoals de koers-winstverhouding (price/earnings ratio). Deze daling is niet het gevolg van koersdalingen – de koersen zijn zoals hierboven vermeld gestegen – maar doordat koersen minder snel stijgen dan de verwachte winsten!

Een laatste, belangrijk element moet nog worden vermeld om de markten te begrijpen. Ze vertellen ons nooit waarom ze stijgen of dalen, noch waarom ze nauwelijks bewegen terwijl er grote onzekerheden zijn. We zijn aangewezen op veronderstellingen. Een veronderstelling is dat het dominante scenario op de markt een snelle normalisering van het scheepvaartverkeer is. Trump heeft hier direct belang bij aangezien de tussentijdse verkiezingen immers snel dichterbij komen. Een andere veronderstelling is dat de markt bij een eventuele beursval rekt op het vangnet dat de autoriteiten ongetwijfeld zullen uitrollen op budgettair, monetair of regelgevend vlak. Dat hebben ze tijdens recente crises herhaaldelijk en overvloedig gedaan; waarom nu niet? Op de vraag "Een oorlog? Welke oorlog?" zou een andere vraag het antwoord kunnen zijn: "Een risico? Welk risico?".

Etienne de Callatay – [etienne.decaltatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decaltatay@orcadia.eu)

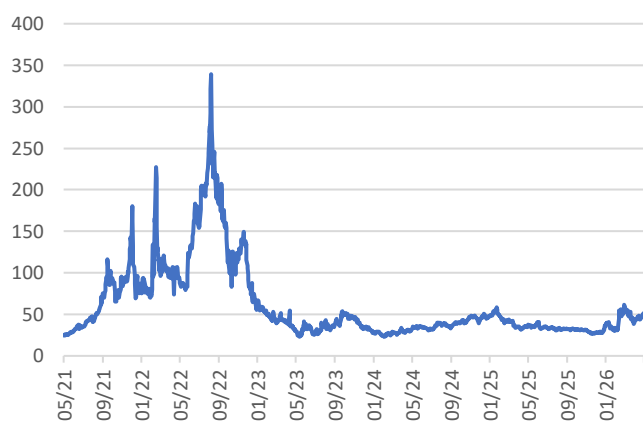
## ALLOCATIE & STRATEGIE

### *Stijging van de energieprijzen blijft relatief beperkt*

De “kleine excursie”, de naam die Trump gaf aan de oorlog die hij bijna 3 maanden geleden startte, blijkt dan toch geen fluitje van een cent te zijn. Hoe kunnen we verklaren dat ondanks de sluiting van de Straat van Hormuz en de schade aan bepaalde installaties de prijsstijging van olie en gas al bij al nog beperkt blijft?

### *Verklaring gasprijzen*

Een eerste element dat meespeelt in de evolutie van de gasprijzen is het startmoment van de oorlog. In Europa liep het **winterseizoen op zijn einde**, waardoor er tijd is om reserves aan te vullen.



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

Daarnaast is de productie van **LNG in het Midden-Oosten**, met Qatar als belangrijkste exporteur — ongeveer 80 miljard m3 op jaarbasis — belangrijk, maar **minder omvangrijk dan de Europese import uit Rusland voor de oorlog in Oekraïne**. In 2012 importeerden we zowat 150 miljard m3 Russisch gas. De markt gaat er van uit dat op relatief korte termijn een groot deel ervan opnieuw beschikbaar zal zijn. De belangrijkste verklaring is wellicht dat **andere producenten een groot deel opvangen of zullen opvangen**. Alleen al uit de VS komt zowat 25 miljard m3 aan nieuwe productie op de wereldmarkt in 2026, ruim meer dan de beschadigde productiecapaciteit in de Golf waarvan het wellicht een paar jaar zal duren alvorens deze terug beschikbaar is. Voor het uitbreken van de oorlog werd zelfs gevreesd voor overschotten zijn aangezien de LNG-capaciteit in de VS tegen 2030 met zowat 100 miljard m3 zou toenemen.

### *Verklaring olieprijs*

De verklaring van de relatief beperkte stijging van de olieprijs is dubbel: **verminderde vraag en het aanspreken van reserves**. Hoewel de ramingen uiteenlopen, gaan de meeste marktpartijen uit van een **nettoverlies aan productie van 10 à 12 miljoen vaten ruwe olie per dag**. Dat dit lager is dan hetgeen voor de oorlog door de Straat van Hormuz passeerde wordt verklaard door het feit dat een beperkt deel werd opgevangen door bijkomende productie buiten de Golfregio en door verschuivingen via pijpleidingen in Saoedi-Arabië en Oman. Analisten en traders gaan uit van een **vraagdestructie van zowat 4 à 5 miljoen vaten**. Vooral in Azië daalde de vraag omdat verschillende landen niet-essentiële consumptie aan

banden leggen en brandstof rantsoeneren. **Het saldo van zowat 7 miljoen vaten per dag wordt uit voorraden geput** die gelukkig voor het uitbreken van de oorlog historisch hoog waren. Hierdoor daalden deze sinds eind februari met iets meer dan een half miljard vaten.

### *Olievoorraden dalen in snel tempo*

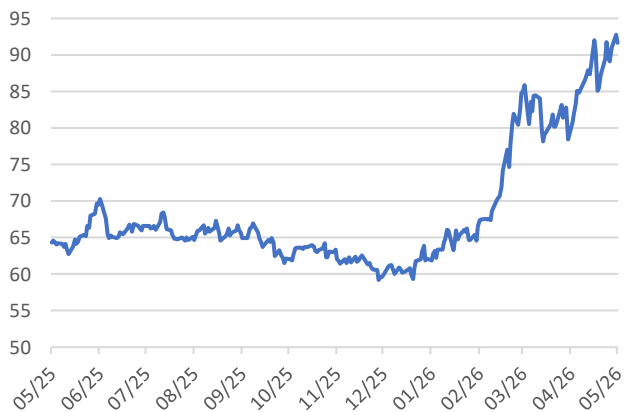
Met uitzondering van een aantal landen waaronder China dat nog ruime voorraden bezit, evolueren ze in snel tempo richting kritische niveaus. **De huidige impasse mag dus niet te lang meer duren**: de verdampende voorraden aan benzine, kerosine en diesel zouden anders wel eens tot prijsspieken kunnen leiden. Op een gegeven moment zal het **lagere aanbod** immers meer en meer moeten worden **opgevangen door vraagdestructie**. Met de significante daling van de olie-intensiteit van onze economieën in de afgelopen halve eeuw, daalde ook de prijselasticiteit (de mate waarin de vraag daalt als de prijs stijgt) merkbaar. Historische gegevens van de OPEC leren dat tijdens de piek van de coronacrisis de vraag naar olie met zowat 9,5 miljoen vaten per dag daalde. Het is duidelijk dat een dergelijke **vermindering van de vraag niet zal worden bereikt met de stijging van de olieprijs die we tot nu toe kenden**.

### *Een staakt-het-vuren is nog geen vredesakkoord...*

Dat er een staakt-het-vuren is, is dus niet alleen op menselijk vlak een goede zaak: het vermindert de kans op bijkomende schade aan installaties en velden. **Beide partijen hebben belang bij vrede**: de stijgende benzineprijs maakt Trump onpopulair en de midterms staan voor de deur; Iran zal wellicht bijkomende vernietigingen willen vermijden aangezien die het regime in gevaar zouden kunnen brengen. Maar het is **niet** omdat beide partijen belang hebben bij vrede **dat de Straat van Hormuz onmiddellijk zal worden heropend**. Het is zeer duidelijk dat **Iran** meer economische pijn kan verdragen dan Trump en dus langer **kan wachten op een akkoord**, hetgeen haar onderhandelingspositie versterkt. De **eisen** van beide partijen liggen ook **mijlenver uit elkaar**, en geen van beiden kan zich echt veroorloven om zwaar gezichtsverlies te lijden. Er is ook een **zeer diep wantrouwen tussen beide partijen** en het feit dat Trump tot tweemaal toe in één jaar tijd Iran heeft gebombardeerd terwijl er onderhandelingen liepen is natuurlijk niet vertrouwenwekkend.

### *... maar een deelakkoord valt te verhoppen...*

Complexe onderhandelingen maken een **alomvattend vredesakkoord op korte termijn onwaarschijnlijk**, maar we kunnen **wel hopen op een deelakkoord waarbij de Straat van Hormuz weer opengaat**. Maar zelfs dan lijkt een **risicopremie in de olieprijs waarschijnlijk** aangezien Trump notoir volatiel is en Iran via asymmetrische oorlogsvoering de straat snel kan sluiten. Dit reflecteert zich ook in de futuresprijzen voor december 2026, die rond de 90 dollar schommelen.



Bron: Bloomberg – Prijs van olie te leveren in december (future market)

### ... maar langdurig hogere olieprijsen te verwachten

De kans is groot dat we **geruime tijd boven het prijsniveau van vóór de oorlog blijven**. De opgebruikte **voorraden** moeten opnieuw worden **aangevuld** en mogelijk zelfs **verhoogd worden**, en de overcapaciteit is niet van dien aard dat dit op enkele maanden kan gebeuren. Daarnaast is het **waarschijnlijk** dat er nog geruime tijd een **risicopremie** in de koersen zal worden **verreken**d.

### Inflatie loopt op

De eerste effecten van de gestegen olieprijs vertaalden zich al in een **toename van inflatie** die hoger uitkwam dan verwacht. Dit zowel **bij de consumenten als bij de producenten**. Zo liep de producentenprijsinflatie in de VS op tot 6% in april en flirt zo, indien we abstractie maken van de post-corona periode, met de hoogste niveaus van de afgelopen 40 jaar.



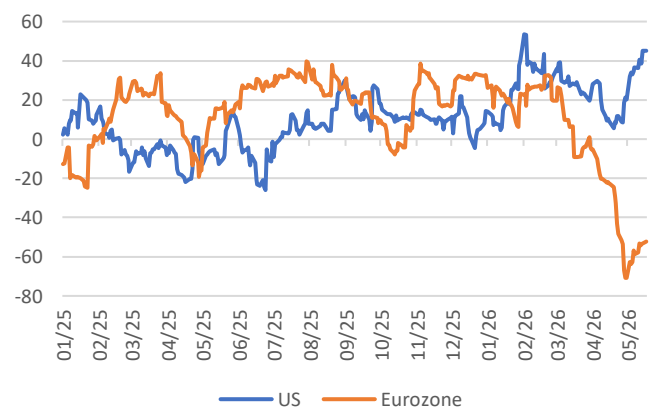
Bron: BLS – US producer prices finished goods YoY

Economen van de **ECB** verwachten in hun **extreem scenario**, waarbij de olieprijs langdurig op 150 dollar per vat noteert, dat **inflatie zou kunnen oplopen tot 6%**. Tot nu toe bleef de impact van de **toename van de prijs van meststoffen** — de Golf is goed voor zowat een derde van de meststoffen en hun essentiële grondstoffen — op de evolutie van de voedselprijzen al bij al beperkt. Maar de kans is reëel dat we de **impact vertraagd zullen zien**.

### Impact van de oorlog ongelijk verdeeld ...

De economische pijn van de huidige en potentiële toekomstige situatie is ongelijk verdeeld over de wereld. In **Azië**, goed voor 80% van de export van de Golf, zijn de gevolgen al goed te merken met **rantsoeneringen en beginnende tekorten**. In **Europa** valt te verwachten dat de economische groei opnieuw

zal tegenvallen en dat verschillende Europese landen, zeker bij een verder oplopende olieprijs, een **zwakke groei** zullen kennen **of zelfs zullen flirten met een recessie**. Dit ondanks de eerder gunstige vooruitzichten aan het begin van het jaar dankzij de oplopende Duitse overheidsuitgaven. In de **VS blijft de situatie gunstig**. Ondanks een historisch laag consumentenvertrouwen blijven de **consumentenbestedingen op peil**, mee gesteund door beurskoersen die nieuwe hoogtepunten hebben bereikt. Ondanks de geopolitieke situatie blijven **bedrijven volop investeren**, en niet enkel in AI-gerelateerde activiteiten. Verbazingwekkend **trekt de jobcreatie opnieuw aan** en zien we het ondernemersvertrouwen niet terugvallen, iets wat in Europa wel anders is. De tweespart tussen beide regio's valt duidelijk af te lezen uit de Citigroup Surprise Index. Een positief cijfer geeft aan dat gemiddeld genomen de cijfers beter zijn dan verwacht, en omgekeerd. In Europa zien we een forse duik, terwijl in de VS de situatie verbazingwekkend verbetert.



Bron: Bloomberg – Citigroup surprise index US & Eurozone

### ... met fantastische bedrijfsresultaten in de VS

In de VS zien we ook — laten we een kat een kat noemen — fantastische bedrijfsresultaten, met een omzetgroei van 11% en een winsttoename van 26%. Dit is **veel beter dan de verwachte 7% winstgroei**. Het zijn niet enkel de tech-bedrijven, met de magnificent 7 op kop, die het goed doen. Integendeel: **in alle sectoren zijn de resultaten duidelijk beter dan verwacht**.

### Alles samen een neutrale weging ...

De combinatie van al deze elementen pleiten voor een **neutrale allocatie in aandelen en regio's**. **Europa zal economisch heropleven indien het basisscenario** van een heropening van de Straat van Hormuz **zich op redelijke termijn realiseert** en de huidige economische terugval weerspiegelt zich al in de waarderingen: Europa blijft de **goedkoopste regio**. In de **VS**, waar de **waarderingen bovengemiddeld** zijn, lijkt de **economie niet echt te lijden onder de geopolitieke spanningen** en de bedrijfswinsten al helemaal niet. De goede spreiding van de verrassingen over sectoren heen laat ons ook toe om te suggereren een **gedeelte van de allocatie naar de VS in te vullen via een equal-weight-index** wiens waardering in lijn ligt met diens langetermijngemiddelde. Dat we een neutrale weging voor de **emerging markets** naar voor schuiven kan **verbazingwekkend klinken**. De Emerging Markets Index bestaat immers voor 80% uit Azië en dat continent wordt het zwaarst getroffen door de Golfoorlog. Daarenboven zijn de waarderingen er bovengemiddeld. De **verklaring** bevindt zich

in de **landen en sectorverdeling van de index**. Een derde van MSCI Asia is China, waar er nog ruime oliereserves zijn. En meer dan 40% bestaat uit Taiwan en Zuid-Korea, die met bedrijven zoals Samsung, TSMC en SK Hynix zeer sterk gericht zijn naar AI-investeringen.

*... waarbij het negatief scenario (deels) wordt afgedekt*

Betekent dit dat we totaal geen rekening houden met het negatieve scenario van oplopende olieprijsen? Nee. De afgenomen volatiliteit laat de belegger, die voldoende kennis en ervaring heeft, toe om via putopties dit scenario voor een aanvaardbare prijs gedeeltelijk af te dekken.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto: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](mailto:info@orcadia.eu)

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – [Geert.Debuyne@orcadia.eu](mailto: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.