

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Steeds hoger?

Moet je – geheel of gedeeltelijk – winst nemen en het gewicht van aandelen in de portefeuille afbouwen na de sterke stijging van de beursindices de laatste tijd? Dat is een cruciale vraag, temeer omdat de stijging zich niet beperkt tot de technologiesector of de Amerikaanse markt. We proberen hieronder een antwoord te bieden op deze vraag.

"De bomen groeien niet tot in de hemel", luidt het spreekwoord, en het klopt: bomen groeien inderdaad niet tot aan de hemel. Betekent dit dat de sterke klim van de beursindices in de afgelopen jaren met in 2026 een aaneenschakeling van records gedoemd is om te stoppen of zelfs te keren? Het antwoord daarop is eenvoudigweg: nee.

Natuurlijke limieten zijn een realiteit. Maar een vergelijking gaat niet altijd op: de fysieke limieten op de groei van de natuur zijn niet overal van toepassing. Het is verkeerd een parallel te trekken tussen een bos met bomen en een beursindex en de bedrijven waaruit die is samengesteld. In tegenstelling tot een bos bevat een index geen componenten die aan het einde van hun levenscyclus staan. Een plots faillissement valt nooit uit te sluiten, maar meestal wordt een bedrijf in verval ruim hiervoor vervangen in de index. Of het nu gaat om de Belgische Bel20, de Amerikaanse Dow Jones, of de technologiebeurs Nasdaq: indices vervellen en passen zich aan.

Beurs en inflatie

Een belangrijk element is inflatie. We dachten dat we dit fenomeen duurzaam onder controle hadden. Of dat een monetaire verstrakking door een onafhankelijke centrale bank op zijn minst een doeltreffend tegengif zou zijn. We zien echter dat de ze hardnekkig blijft. Dat komt omdat de langetermijneffecten van de grootschalige Russische invasie in Oekraïne en de rem op de globalisering van de economie nu worden versterkt door de sterk toegenomen spanningen in het Midden-Oosten, en misschien ook door de klimaatverstoring.

Die hardnekkige inflatie laat haar sporen na in de beursindices. Op korte termijn kan inflatie een negatieve invloed hebben. Bijvoorbeeld wanneer inflatie het gevolg is van een negatieve aanbodschok die de economie en dus de winstgevendheid van bedrijven verstoort. Of wanneer inflatie leidt tot hogere rentevoeten, waardoor de actuele waarde van toekomstige bedrijfswinsten daalt. Op de langere termijn is de impact anders. Als de prijzen verdubbelen, kan je ervan uitgaan dat gemiddeld genomen – met onderliggend een grote spreiding – ook de kosten van bedrijven verdubbelen. Maar de kosten van de één zijn de inkomsten van de ander! Stijgende energiekosten in de chemie zorgen voor hogere omzet in de energiesector. In het algemeen kan men redelijkerwijs stellen dat inflatie zowel de kosten als de opbrengsten, en dus de winsten van beursgenoteerde bedrijven, doet stijgen. De mate waarin hangt af van de samenstelling van de index want het gewicht van elke sector in de index stemt niet noodzakelijk overeen met zijn economisch belang. Aangezien beurskoersen op de lange termijn een veelvoud van de winst weerspiegelen

– de fameuze koers-winstverhouding (*price-earnings ratio*) – zal inflatie bij een gelijkblijvend waarderingsniveau (of dat nu 10, 15 of 20 keer de verwachte winst voor de komende twaalf maanden is) de neiging hebben om de koersen en dus de beursindices te doen stijgen. Aangezien er geen plafond is aan de prijs van een aandeel is die er ook niet aan een index.

Het lijkt misschien een overbodige herhaling of nuancering, maar uiteraard geldt bovenstaande enkel voor beursindices. Obligaties zijn geen reële activa en hun koersen stijgen niet met de inflatie, met inflatie-gelinkte obligaties als uitzondering. Meteen dé reden waarom we structureel beleggen in dit type van obligaties: ze zijn minder risicovol hetgeen ons in staat stelt het risicobudget in te zetten daar waar het het best vergoed wordt.

Waardering

Uit het voorgaande moeten we onthouden dat stijgende indices geen reden zijn om te verkopen maar een stijgende waardering wel. Het niveau van de indices, hoeveel de records ook in de pers verschijnen, is geen relevante indicator. Met andere woorden: het is niet omdat de beursindices stijgen, dat aandelen duurder zijn geworden. Wat wel relevant is, is de verhouding tussen het niveau van de index en de winstgevendheid van de bedrijven die er deel van uitmaken. En daar komt een heel ander beeld tevoorschijn. Dit jaar steeg bijvoorbeeld de Amerikaanse S&P 500 met 12% (op datum van 31/8) ... maar de verwachte winsten voor de komende 12 maanden werden met 30% naar boven bijgesteld. De onderliggende aandelen zijn met andere woorden op vandaag goedkoper dan begin 2026. Je zou zelfs zover kunnen gaan te stellen dat wie zichzelf 'tegendraads' noemt (in de zin van 'niet met de meute meelopen'), na de koersstijgingen geen aandelen zou moeten verkopen, maar er juist zou moeten kopen wegens de gedaalde waardering.

Een belangrijke kanttekening is evenwel op zijn plaats: hoewel het waarderingsniveau is gedaald, ligt het vandaag nog steeds hoger dan het langetermijngemiddelde. Dat noopt tot een zekere terughoudendheid. Maar ook bij het langetermijngemiddelde kunnen kanttekeningen geplaatst worden. Door het hogere gewicht van sectoren die minder cyclisch zijn en/of sneller groeien kan men een hogere waardering verantwoorden. Hetzelfde geldt voor de reële rente: bij een gelijkblijvende risicopremie zijn bij een lagere reële rente hogere waarderungen te verantwoorden. Bovendien zou men kunnen stellen dat de risicopremie vandaag structureel lager kan zijn door de meer liberale instelling van de overheid.

De drie vragen voor het najaar

Onze blik op Wall Street mag niet stoppen bij de gestegen beurzen. Het moet worden aangevuld met een tweede vaststelling: de toename van zowel de gerealiseerde winsten als de verwachte winsten op korte termijn. Hoewel de stijging

getrokken wordt door technologie en energie is ze breed gedragen door alle sectoren.

Beleggen vereist dat je een standpunt inneemt ten opzichte van een veelheid van vragen. Drie daarvan springen er aan het einde van deze zomer in het bijzonder uit.

De eerste vraag is uiteraard AI. De gigantische investeringsuitgaven, de enorme energiebehoefte, de onderlinge afhankelijkheid tussen spelers in de sector, de massale schuldfinanciering, de twijfels over de rendabilisering (oftewel: de gebruiker er flink voor laten betalen) en de vragen over productiviteitswinsten zorgen ervoor dat kunstmatige intelligentie een specifiek risicoprofiel heeft. Tot op heden is de winstgroei meer dan tastbaar – wat vergelijkingen met de 'technologiebubbel' van 25 jaar geleden weerlegt – maar voorzichtigheid is geboden rond de duurzaamheid van die winstgroei op middellange termijn. Er zullen grote winnaars zijn, maar ook verliezers, en het is niet gezegd dat de winnaars de “pricing power” behouden die hun nu wordt toegeschreven.

De tweede vraag betreft de politiek-economische context. De geopolitieke spanningen en bedreigingen, in het bijzonder op

energievlak, hebben de internationale conjunctuur niet echt doen wankelen. In de Verenigde Staten blijven bedrijven investeren en consumenten consumeren: de eersten gedreven door technologie, de laatsten door beurswinsten. De nochtans belangrijke politieke kwesties lijken de conjunctuur niet te raken. Tegelijkertijd bevindt de arbeidsmarkt zich er in een tussenfase van 'niet aanwerven, niet ontslaan', met een lage werkloosheid maar een stagnerende koopkracht van de lonen. De vraag "naar welke kant het dubbeltje zal vallen" dringt zich op, maar men lijkt te berusten in de onzekerheid. De beschikbare voorlopende indicatoren zijn geruststellend.

De derde vraag, tot slot, betreft de rentevoeten. Niet zozeer de kortetermijnrente bepaald door het monetaire beleid, wel de langetermijnrente die de financieringskosten van de overheid, de vastgoedinvesteringen van de gezinnen, en niet te vergeten van de bedrijfsinvesteringen bepaald. De lange rente is opgelopen tot niveaus die in Europa, de VS of Japan in lange tijd niet meer zijn gezien.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Energie baart opnieuw zorgen...

Over de zomer zagen we een **duidelijke toename** van de **energieprijzen**. Eerst relatief geleidelijk en dan versnellend sinds de start van het schooljaar. De meest evidente verklaring is natuurlijk de **opnieuw oplopende spanningen in de Golf**. Nadat een tijdlang opnieuw meer tankers, zei het nog steeds minder dan voor de oorlog, door de straat van Hormuz voeren, viel dit recent fors terug. Daarenboven komt dat sinds kort de **Houthi-rebellen in Jemen** zich opnieuw roeren met drone- en raketaanvallen op schepen en installaties in Saudi-Arabië. Dit zorgt ervoor dat de **“ontsnappingsroute” via de Rode Zee ook geblokkeerd** dreigt te raken, hetgeen het aantal beschikbare vaten op de wereldmarkt verder gevoelig zou doen dalen. Transport via het Suezkanaal is geen echte oplossing, omdat dan volledig rond Afrika moet worden gevaren om Azië te kunnen bevoorraden en het kanaal bovendien te ondiep is voor volgeladen supertankers.

Andere verklaringen zijn: **China is** na geruime tijd weinig actief te zijn geweest op de oliemarkt, **terug koper**; de **strategische voorraden in de VS** (momenteel zo'n 285 miljoen vaten) staan **op het laagste niveau in 40 jaar** en benaderen in snel tempo de kritische drempel van zowat 250 miljoen vaten. Aan het huidige tempo verder putten uit de voorraad zou de structurele integriteit van de zoutgrotten waarin de olie wordt opgeslagen kunnen bedreigen.

Bijkomend probleem is de **sterke toename van de raffinagemarges**, in het bijzonder in diesel. De **verklaring** hier is dubbel: de **onbruikbare raffinagecapaciteit in de Golf en de oorlog in Oekraïne**. Door de veelvuldige droneaanvallen op raffinaderijen is Rusland niet langer de grootste exporteur van diesel in de wereld maar moet het integendeel diesel importeren.

Ook de **gasprijzen in Europa nemen snel toe**. Door lang te talmen om de voorraden, goed zijn voor 25 à 30% van het winterverbruik, aan te vullen, zijn ze maar voor zowat 65% gevuld hetgeen historisch laag is.



Bron : Bloomberg – groothandelsprijzen gas (TTF Amsterdam)

... met mogelijke economische gevolgen

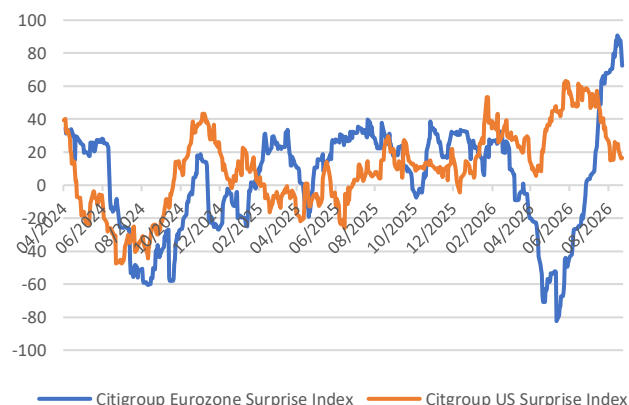
De **gevolgen** van deze stijgende energieprijzen zijn **drievoudig**. Een eerste effect is een **substitutie-effect**. Wat aan energie wordt besteed, kan niet aan iets anders worden besteed. En aangezien we onze energie grotendeels importeren, zal dit de lokale groei onder druk zetten. Een tweede effect is **prijstdruk**.

Met andere woorden: toenemende inflatie. Niet enkel rechtstreeks (prijs aan de pomp), maar ook door het feit dat energie onmisbaar is in de meeste productieprocessen. Ten slotte is er een **psychologisch effect**. De exploderende gas- en elektriciteitsprijzen van een paar jaar geleden zitten nog vers in het geheugen. Consumenten zouden wel eens anticipatief meer kunnen beginnen sparen, wat zou wegeen op de economische groei.

Tot zover het slechte nieuws.

Economie blijft draaien ...

De over de zomer gepubliceerde **macro-economische cijfers** waren verbazingwekkend goed en **vaak beter dan verwacht**. En dit **ondanks de gevolgen van de oorlog**. Dit valt duidelijk af te lezen uit de Economic Surprise Index. In de VS blijft die duidelijk boven het nulpunt, met andere woorden de gepubliceerde cijfers waren globaal gezien wat beter dan verwacht, en in Europa herstelt hij zeer sterk, na de teleurstellende publicaties tijdens de lente.



Bron : Bloomberg – surprise index

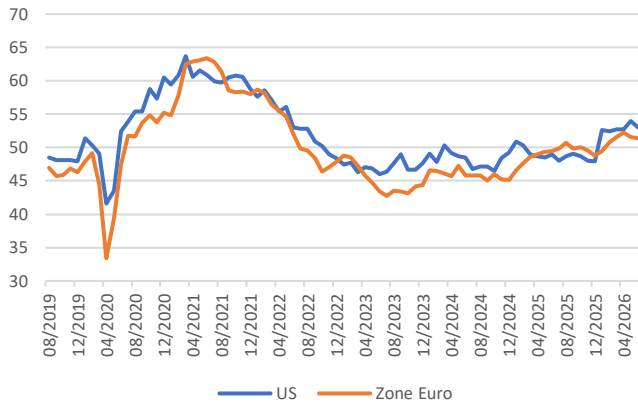
... zonder dat de inflatie sterk toeneemt

Daarnaast zien we – opnieuw zowel in de VS als in Europa – dat de **inflatie** weliswaar **steeg, maar minder dan verwacht**. De core-inflatie in de VS daalde, hoewel ze nog steeds boven de doelstellingen van de Fed blijft. Ook in Europa ging het met de core-inflatie opnieuw de goede kant uit. Ze blijft met 2,4% maar in beperkte mate boven de doelstelling van 2% van de ECB. Op de **arbeidsmarkt in de VS vallen de cijfers goed mee**. De **werkloosheidsgraad** schommelt rond de **4%** en de vraag naar **werkloosheidsuitkeringen** (initial claims) blijft met een niveau van iets boven de 200.000 **historisch laag**. De **jobcreatie** is weliswaar niet massaal, maar blijft duidelijk **positief**, hetgeen significant beter is dan een jaar geleden toen het driemaands gemiddelde licht negatief was. **Minder gunstig** nieuws - voor de consumenten, niet zozeer voor de bedrijven - is dat de **loonevolutie achterblijft op de toegenomen inflatie**.

Bedrijven blijven gunstig gestemd...

Zowel in de VS als in Europa zien we een **duidelijk herstel van de voorlopende PMI-indicatoren voor zowel de industrie als de dienstensector**

. Vooral het cijfer voor de Europese industrie dat, ondanks de vaak alarmerender berichten in de pers, duidelijk verbeterd, is hoopgevend.



Bron: Bloomberg – PMI industrie

... en de Amerikaanse consument blijft besteden

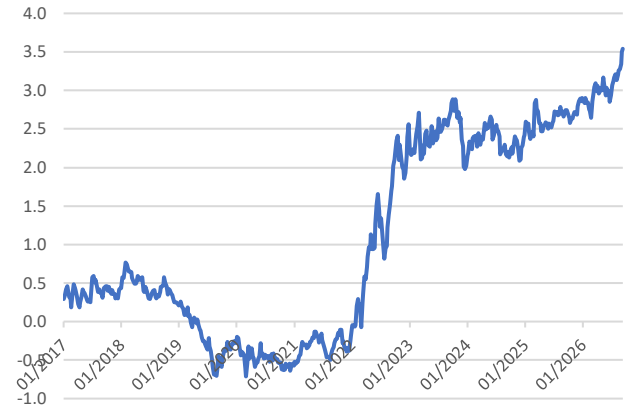
De Amerikaanse consument zegt dat hij **negatief gestemd** is in enquêtes (het consumentenvertrouwen bevindt zich op het laagste niveau van de laatste jaren) **maar dat vertaalt zich niet in zijn gedrag**: de consumentenbestedingen, (personal consumption expenditure) bleef op een stevige 2% in het afgelopen kwartaal en de “final sales to private domestic purchasers”, een combinatie van consumenten- en bedrijfsinvesteringen, stegen zelfs met 3,9%. Beiden zijn niet direct indicatoren dat de economie te lijden heeft onder de oorlog met Iran, in tegendeel. Hierbij dienen we wel op te merken dat de **spaarquote** zich op een **historisch laag** niveau bevindt en men zich dus kan afvragen hoe lang dit tempo kan worden volgehouden indien de aandelenmarkt onder druk zouden komen en het welvaartseffect (waarbij men meer besteedt omdat men zich rijker voelt) zou aantasten.

Europese groei trekt aan

Ook in de eurozone viel de **economische groei beter mee dan verwacht**: het gepubliceerde cijfer van 0.5% over het 2de kwartaal was duidelijk hoger dan de verwachtingen van economen en ook beter dan de nulgroei van het eerste kwartaal. De Duitse groei kwam uit op 0,3% en economen gaan nu uit van een groei van 1,2% voor het jaar. Niks bijzonders op zich, maar wel duidelijk beter dan de verwachting in het begin van het jaar (0,7%) en het hoogste cijfer sinds de energiecrisis van 2022.

Rentevoeten lopen op ...

Over de zomer zagen we een **duidelijke stijging van de rentevoeten in de westerse wereld**, met de evolutie van de lange rente in Japan als uitschieter. **De Duitse tienjarige rente bereikt 3,5%**, een niveau dat we in jaren niet meer hebben gezien.



Bron: Bloomberg – Duitse langetermijnrente (10 jaar)

Hoe valt dit te verklaren? Is het de vrees voor **onhoudbare overheidsfinanciën**? Dit element speelt wellicht mee, maar is **zeker niet de hoofdoorzaak**. De landenspreads in Europa namen voor de mindere leerlingen amper toe en de Duitse lange rente steeg over de zomer sneller dan deze in de VS, terwijl de schuldgraad en de tekorten aan de andere kant van de oceaan merkbaar hoger zijn. **Inflatieverwachtingen zijn wellicht een betere verklaring**. De impliciete inflatie (het verschil tussen nominale en reële rente) is duidelijk opgelopen in de eurozone. Dit pleit ervoor om de allocatie naar inflatiegekoppelde obligaties ietwat af te bouwen ten voordele van nominale obligaties met dezelfde looptijd. Desalniettemin zouden we, gezien de bestaande onzekerheid, een significante allocatie naar dit type van obligaties behouden.

... en knopen zo terug aan met het verleden

In de VS loopt de **reële rente** op tot **zowat 2,5%**, terwijl ze in de Eurozone 1% bedraagt. Een **mogelijke verklaring** hiervoor is dat het **vertrouwen in de VS als debiteur afgenomen** is. Het grote verschil in reële rente tussen de VS en Europa maakt het onwaarschijnlijk dat dit de enige reden is. Een andere en wellicht **meer plausibele verklaring**, is dat de **verwachte groei in de VS voor de komende jaren hoog is**. De economische theorie leert ons immers dat de normale reële rente in de buurt van de reële economische groei ligt. Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat de **aberratie niet** schuilt in de **huidige rentevoeten**, maar in de **periode 2008 tot 2022**. Ondergetekende herinnert zich nog heel goed dat aan het begin van zijn carrière rentevoeten van 6% in de VS normaal waren en iets oudere lezers herinneren zich wellicht nog hogere rentevoeten.

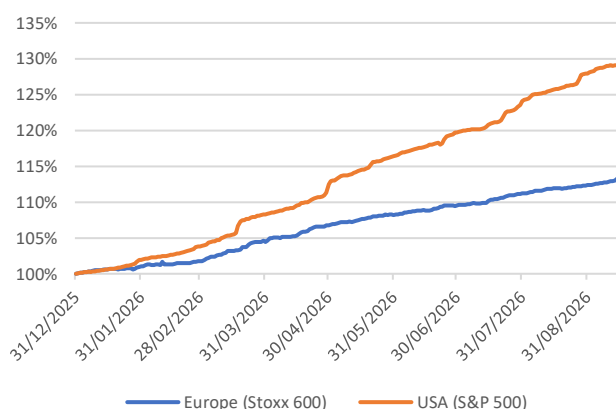


Bron: Bloomberg – lange rente (10 jaar) in de VS

Zolang de rentevoeten niet brutaal omhoogschieten - waarbij vooral de snelheid eerder dan het niveau het probleem vormt - is er ons inziens **geen reden te veronderstellen dat de huidige renteniveaus een zware economische dobber zouden moeten vormen.**

Schitterende bedrijfsresultaten

Laten we hout vasthouden, want het jaar is nog niet afgelopen, maar voorlopig ziet het ernaar uit dat 2026 een goed, zij het niet schitterend, beursjaar wordt. En dat ondanks de oorlog en de erbij horende energieprijzen. Dé verklaring is de evolutie van de **bedrijfswinsten, die de laatste trimesters crescendo gingen in zowel Europa als de VS.** In die mate zelfs dat, ondanks een stijging met een goede 10% sinds het begin van het jaar, de S&P 500 duidelijk goedkoper is geworden.



Bron : Bloomberg –evolutie van de bedrijfswinsten (12 maand forward)

All-in all een neutrale weging in aandelen...

De combinatie van **gunstig economische vooruitzichten en schitterende bedrijfsresultaten** pleiten voor een duidelijke overweging in aandelen.

De gestegen rente pleit voor moderatie. Hogere rente kan immers zorgen voor (a) een vertragend effect op de economie, (b) een daling van de huidige waarde van de gediscoteerde toekomstige winst, die bij technologiebedrijven relatief ver in de toekomst kunnen liggen en (c) dat de concurrentie van obligaties verhoogt (waarom aandelen kopen als obligaties een mooi rendement bieden?). Ook het **optimisme** dat we zien bij professionele beleggers **pleit voor enige terughoudendheid.** In het verleden was dit vaak een indicator dat het vet van de soep is.

... met afdekking van asymmetrische risico's

Blijven nog de **asymmetrische risico's**, zoals de volatiliteit van Trump en de evolutie van de energieprijzen. We haalden het in de Spotlight van juni al aan: deze **kunnen afgedekt worden** – voor diegenen met voldoende kennis en ervaring - **met putopties.** Hoewel de aantrekkelijkheid iets afnam door de stijging van de volatiliteit, is deze asymmetrische oplossing nog steeds het overwegen waard.

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.