

Aan de start van het nieuwe jaar bieden we u graag onze allerbeste wensen aan. In het bijzonder een goede fysieke en mentale gezondheid en meer algemeen het vermogen om zijn wensen, al was het maar gedeeltelijk, te verwezenlijken. Het is ook een gelegenheid om even terug te blikken. Voor Orcadia AM is, hoewel we er ons voor hoeden arrogant over te komen, de balans enthousiasmerend.

In tegenstelling tot in 2022 waren de markten in 2023 positief georiënteerd. De performances zijn dan ook duidelijk positief. We wijzen er ook graag op dat in relatieve termen de performances voor onze klanten – vaak aanzienlijk – beter waren dan die van de meeste van onze concurrenten. De klasseringen opgesteld door externe evaluatoren (Morningstar, Quantalys, Lipper, Citywire) bevestigen de uitmuntendheid van ons beheer, en dit zonder meer risico te nemen, zonder concessies te doen aan de kwaliteit van de relatie met onze klanten en zonder te schipperen op vlak van de vereisten van maatschappelijke verantwoordelijkheid.

We zijn ook verheugd over ons commercieel succes. We gaven in het verleden al aan dat we niet geobsedeerd zijn door de groei van Orcadia AM, maar het is een teken van erkenning dat voldoening schenkt. Het stelt ons ook in staat om meer impact te hebben op maatschappelijk vlak, direct, via de gedane beleggingen, en indirect, wanneer ons succes andere spelers aanmoedigt hun werkwijze aan te passen. Omdat wij nog steeds geen reclame maken, is het dankzij u en uw “mond-tot-mondreclame” – in combinatie met het markteffect – dat de aan ons beheer toevertrouwde kapitalen een groei kenden van bijna 20%!

Zoals u weet, streven wij ernaar ervoor te zorgen dat ons mecenaat zowel aanzienlijk is (in percentage van onze winst) als een systemische impact heeft. We zijn verheugd u te kunnen laten weten dat het Orcadia Fonds, gehuisvest binnen de Koning Boudewijnstichting, haar beschikbare middelen volledig inzet ter financiering van jonge postdoctorale onderzoekers die zich toeleggen op wetenschappelijke vraagstukken rond gezondheid en milieu.

Wij danken u voor uw vertrouwen en wensen u en uw dierbaren een gelukkig en vredig 2024!

Het team van Orcadia AM

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Alle voordeel

Het belangrijkste feit van het afgelopen jaar op financieel-economisch vlak is, en dit lijkt onbeschaamd in het licht van het lijden en de vragen die het nieuws haalden, dat de bedrijfswinsten en in het bijzonder deze van beursgenoteerde bedrijven zo goed standhielden. Dit is een weerspiegeling van zowel de flexibiliteit als de ‘pricingpower’ van de bedrijfswereld en van de voortzetting van de ‘looncompressie’. Ondanks een lage werkloosheidsgraad en grote rekruteringsproblemen hebben de lonen aan koopkracht ingeboet; hun toename was de afgelopen twee jaar – aanzienlijk – lager dan de inflatie (afgezien van de Belgische uitzondering).

Op 1 januari 2024 komt er iets nieuws in voege waarvan men zou kunnen denken dat het deze situatie radicaal zal beïnvloeden: de minimumheffing van 15% op de winsten van multinationals. Aangezien momenteel voor veel beursgenoteerde bedrijven, ook de allergrootste, de effectieve belastingvoet ruim onder de 15% ligt, komt men al snel tot de conclusie dat deze maatregel de winst na belastingen onder druk zal zetten. Dit zal hun aandelenkoersen negatief beïnvloeden wat dan weer tot voorzichtigheid ten opzichte van de aandelenmarkt noopt. Onze analyse is volledig anders.

Wat is de minimale belasting voor multinationals?

Deze Spotlight heeft vanzelfsprekend geen pretenties op fiscaal vlak en er zijn andere bronnen waar desgewenst meer details terug te vinden zijn. We beperken ons dan ook tot onderstaande uiterst beknopte samenvatting.

Onder Amerikaanse druk, en onder de dubbele auspiciën van de OESO en de G20, keurden 137 landen in oktober 2021 het principe van een minimumbelasting van 15% op multinationals met een jaaromzet van meer dan 750 miljoen euro goed. Het principe zou in 2023 in werking te treden, hetgeen later werd later uitgesteld naar dit jaar. In Europa werd het in 2022 in een richtlijn gegoten en daarna in de nationale wetgeving van alle lidstaten geïmplementeerd.

Het basisprincipe is dat indien een bedrijf minder dan 15% belasting betaalt in een land waar het een dochteronderneming heeft, het land waar het hoofdkantoor gevestigd is bijkomend belastingen heft tot de totale belasting 15% bedraagt. Dit beginsel gaat gepaard met overgangsclausules en vrijstellingen. Naast de minimumbelasting, gekend als “pijler 2” van de overeenkomst is er een ander principe (“pijler 1”), een belasting op overwinsten. Hierbij zouden de winsten die 10% van de omzet overschrijden onderworpen worden aan een heffing van 25%, wiens opbrengst over de landen verdeeld wordt volgens de geografische uitsplitsing van de omzet. Op vandaag is pijler 1 is echter nog niet operationeel. Er wordt verwacht dat Pijler 2 zal resulteren in zowat \$150 miljard bijkomende vennootschapsbelastingen.

Belastingen, geharmoniseerde belastingen en economische efficiëntie

In een klassiek analytisch raamwerk wordt aangenomen dat belastingen a priori een negatief effect hebben op de

economische activiteit. Belastingen veranderen het gedrag van economische actoren, waardoor zij anders handelen dan hetgeen voor hen optimaal is. Deze opvatting is uiteraard veel te kort door de bocht. Ten eerste zijn er belastingen die dienen om activiteiten te ontmoedigen die doorheen de tijd de efficiëntie schaden (denk aan de belasting op alcohol, tabak en meer nog op fossiele brandstoffen). Vervolgens draagt een belasting bij aan de efficiëntie – we hebben het hier niet over billijkheid – als de activiteiten die ermee worden gefinancierd meer bijdragen tot de samenleving dan de collectieve kost van de belasting. Zo zal de belasting die het onderwijs en de gezondheidszorg, of de infrastructuur en instellingen (justitie, veiligheid) financiert zeker en vast gunstig zijn voor het productieve potentieel van de economie.

Ons standpunt rond de minimumbelasting van 15% voor multinationals is fundamenteel positief, omdat deze de fiscale distorsies, die zeer schadelijk zijn voor de economie, beperkt. Tussen twee concurrerende bedrijven moet de meest efficiënte winnen, niet diegene die geniet van gunstmaatregelen op fiscaal vlak. Dit internationaal akkoord, op zich al iets dat gevierd moet worden wetende hoe moeilijk het is om tot een akkoord te komen, maakt het mogelijk om de 'race to the bottom' rond bepaalde belastingen te beperken. Deze dodelijke race noopt, bij gebrek aan bereidheid of mogelijkheid de overheidsuitgaven terug te dringen, tot andere belastingverhogingen, met negatieve gevolgen voor het functioneren van onze economieën. Ongeacht onze mening rond het heffen van belastingen dienen we te wensen dat ze geharmoniseerd zijn en gericht zijn op 'waar ze het minst kwaad doen'. Belastinggrondslagen die gemakkelijk naar het buitenland kunnen worden verplaatst, zijn niet noodzakelijkerwijs grondslagen waar het economisch aangewezen is om weinig overheidsinkomsten te innen.

Impact op de beurzen

Na verloop van tijd zal internationale harmonisatie van de vennootschapsbelastingen de economische efficiëntie dienen. De vraag is of dit op de korte termijn niet een aanzienlijke transfert ten nadele van bedrijven en dus hun aandeelhouders is? Het antwoord hierop is geruststellend. De verwachte opbrengst van USD 150 miljard wordt niet alleen als ambitieus omschreven, ze moet ook in verhouding tot de winst worden gezien. FactSet schat dat voor 2024 de winst van de bedrijven in de MSCI World Index 3100 miljard zal bedragen. Hierbij dient te worden opgemerkt dat in deze index enkel de allergrootste bedrijven zijn opgenomen en dat de belasting ook betaald zal worden door kleinere en niet beursgenoteerde multinationals. Er zal dus hooguit een paar procentpunten impact zijn op de bedrijfswinsten. In België worden de extra inkomsten geraamd op amper 0,1% van het bbp. Er is dan ook geen reden om de verwachtingen rond de toekomstige netto-winstgevendheid van beursgenoteerde ondernemingen significant bij te stellen.

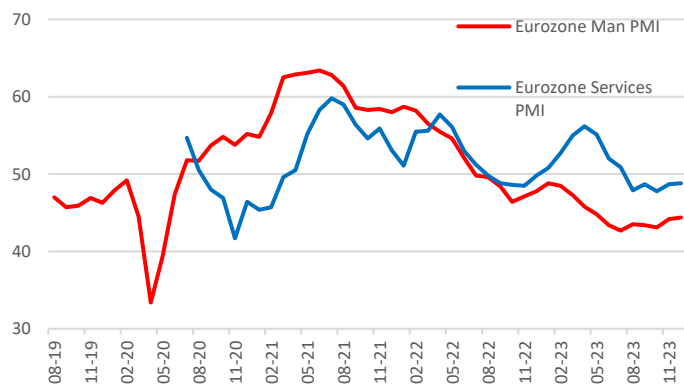
Wij maken ook graag van de gelegenheid gebruik om een marktrealiteit van de eerste orde in herinnering te brengen. De belasting van 15% mag dan pas van kracht zijn sinds 1 januari 2024, ze werd aangekondigd in 2021 en het effect ervan werd bij haar aankondiging in de koersen verwerkt.

Etienne de Callatay – etienne.decaltay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Europese consumenten compenseren de producenten...

De laatste maanden wijzen de **Europese voorlopende indicatoren** voor de industrie op een recessie en in de 2de helft van 2023 gingen de vooruitzichten voor de dienstensector er ook **stelselmatig op achteruit**.

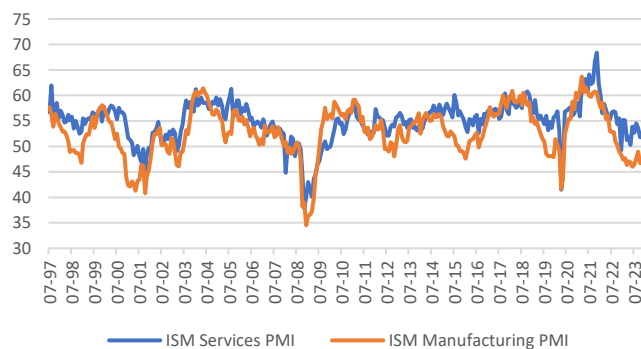


Bron: Bloomberg

Daarenboven wordt verwacht dat de **overheidstekorten** in de eurozone zullen **terugvallen** naar 2.8% van het BNP, een daling van zowat 0.3 procentpunten. Deze terugval zal **een negatieve invloed hebben op de Europese groei** door een verminderde vraag. De export van bvb Duitsland zal ook te lijden hebben onder de wereldwijde mindere vraag en in het bijzonder uit China. Wil dit zeggen dat een recessie in Europa onvermijdbaar is? Ons inziens niet. We zijn van mening dat de **Europese consumenten de negativiteit van de producenten grotendeels zullen opvangen**. De **werkloosheid** staat op een **historisch dieptepunt** (6.4% in november), amper iets meer dan de helft van de piek van 12 jaar geleden tijdens de Europese landencrisis. Het **aantal tewerkgestelden** in percentage van de actieve beroepsbevolking is ook **merkelijk hoger dan voor de coronacrisis**. Dit is niet alleen goed voor het vertrouwen maar zorgt er ook voor dat het globaal consumenteninkomen toeneemt, zeker nu sinds kort de **reële lonen weer stijgen**. Op vlak van de overheidsbestedingen mogen we niet uit het oog verliezen dat bij het uitkeren van de toelagen van het Europese "Herstelfonds" significante vertragingen zijn opgelopen. Hierdoor zal er volgens JP Morgan Asset Management in de komende 3 jaar in plaats van de oorspronkelijk voorziene betalingen van zowat 75 miljard euro een kleine 300 miljard euro worden uitgekeerd, goed voor zowat 0.5% van het Europese BBP per jaar. De combinatie van bovenstaande positieve en negatieve elementen laten ons besluiten dat de **economische groei in de eurozone wellicht zwak zal zijn, maar desalniettemin positief zal blijven**.

... in de VS is de verwachte groei hoger ...

In de VS is de analyse gelijklopend, met als belangrijkste verschil dat de producenten minder negatief gestemd zijn. Zowel de **PMI's** van de industrie als die van de dienstensector **wijzen op een duidelijke groeivertraging maar niet op een recessie**.



Bron: Bloomberg

Ook hier nam de tewerkstellingsgraad de laatste kwartalen stelselmatig toe en benadert ze opnieuw de top van eind jaren '90 van de vorige eeuw. Hoewel de jobcreatie afneemt, werden de afgelopen 6 maanden nog steeds zowat 200.000 nieuwe jobs gecreëerd, hetgeen in lijn ligt met het gemiddelde sinds 2010. De werkloosheid blijft dan ook historisch laag. Ook in de VS nemen de lonen sinds kort in reële termen toe. De **combinatie van hogere reële lonen en meer werkenden zorgt ervoor dat het beschikbaar reëel inkomen van de Amerikaanse consument stijgt**, hetgeen de duidelijk dalende excess savings zal compenseren. Het voor dit jaar verwachte overheidstekort blijft met 7.4% van het BNP weliswaar hoog, maar zou toch aanzienlijk lager liggen dan het tekort van 8% van 2023. Dit zal wegen op de economische groei, hoewel je in een verkiezingsjaar natuurlijk nooit weet. De presidentsverkiezingen van begin november zouden voor volatiliteit kunnen zorgen ongeacht wie ze wint aangezien bij een verlies van Trump (indien hij verkozen wordt tot kandidaat voor de republikeinen, hetgeen nog geen uitgemaakte zaak is) een gelijkaardig scenario als in 2020 niet ondenkbaar is.

... terwijl China het moeilijk blijft hebben

We vermoeden dat de Chinese economie het moeilijk zal blijven hebben in het komende jaar tenzij de overheid doortastende maatregelen neemt. Een **wijdverspreide vastgoedcrisis is nu eenmaal niet bevorderlijk voor het vertrouwen** van een consument die zijn spaargeld aanhoudt in een combinatie van cash en vastgoed. Het feit dat zowat 8.5 miljoen Chinezen, de meeste tussen 18 en 59 jaar (of zowat 1% van de beroepsbevolking) wanbetalers zijn en daardoor op een zwarte lijst gezet zijn door de overheid voor een hele rits diensten en goederen is natuurlijk ook niet bevorderlijk voor de groei en het vertrouwen.

Inflatie blijft in de goede richting evolueren

Hoewel er in december zowel in de eurozone als in de VS een **lichte toename van de inflatie** was, zien we dit **niet als verontrustend**. In de eurozone had het vooral te maken met technische elementen zoals het einde van energiesubsidies in Duitsland en Frankrijk en komt het dus niet echt als een verrassing. **De tendens blijft duidelijk dalend** en ondertussen zijn er verschillende landen waar de headline inflatie beneden de doelstelling van de ECB is gevallen. België is er één van en we werden in oktober zelfs bijna geconfronteerd met deflatie (0.36% inflatie op jaarbasis). Ook in de VS zet de dalende tendens zich door en valt te verwachten dat dankzij de daling

van de huizen- en huurprijzen ook de belangrijke “housing” component van de inflatie – eindelijk – zal dalen (zie voorgaande spotlights voor meer details), hetgeen bijkomende neerwaartse druk op de inflatie zal zetten. **Het conflict tussen Hamas en Israël zou een negatieve impact kunnen hebben op de inflatie in de komende periode.** Niet door een voor de hand liggende stijging van de olieprijs, aangezien deze sinds het uitbreken van de oorlog duidelijk gedaald zijn, maar wel door een sterke stijging van de vrachtprijzen.



Bron: Bloomberg – transportkost (\$) container Shanghai - Rotterdam

Door drone en raketaanvallen van Houthi-rebellen is de Rode Zee dermate onveilig geworden dat nog amper containerschepen deze route, goed voor zowat 30% van alle containertrafiek, nemen. De omweg rond Afrika zorgt ervoor dat schepen langer onderweg zijn waardoor de capaciteit afneemt en de prijzen dus stijgen. Op dit moment verontrust ons dit niet, maar het is wel iets dat we opvolgen.

Eerste renteverlagingen te verwachten

Dankzij de dalende inflatie zien we een duidelijke gedragswijziging bij de centrale banken. FED-voorzitter Powell liet onmiskenbaar verstaan dat de volgende rentewijziging neerwaarts zou zijn en de zogenaamde **dot-plot** geeft een **rentedaling van 0.75%** tegen het einde van het jaar aan. **Ook bij de ECB valt een gedragswijziging te verwachten**, hoewel men daar nog steeds een afwachtende houding aanneemt. De sterke daling van de inflatie en de duidelijke verzwakking van de economie laten voldoende ruimte om de rente te verlagen. De markt verwacht in de VS op korte-termijn 1.25% renteverlagingen, merkbaar meer dan hetgeen de centrale bank aangeeft. Hoewel dit misschien op (zeer) korte termijn niet te verwachten valt, is dit op iets langere termijn zeker niet onrealistisch. Wanneer de FED haar dubbelmandaat van volledige tewerkstelling (bereikt gezien de lage werkloosheid) en een inflatie onder maar dicht bij 2% (goed op weg) bereikt heeft, lijkt het logisch dat de rente zou evolueren naar de zogenaamde “longer run” die door de FED-gouverneurs in de dot-plot naar voor wordt geschoven. Deze is zowat 3% lager dan de huidige target rate van 5.25% tot 5.5%.

Obligaties opbouwen in geval van correctie

Sinds eind oktober zakten de langetermijnrentes dramatisch. De huidige opwaartse correctie is – gezien de snelheid van de daling – niet onlogisch en wellicht zelfs gezond. Het lijkt ons echter relatief weinig waarschijnlijk dat we zullen terugkeren naar de toppen die we in de herfst zagen. Een **verdere daling**

van de **obligatiekoersen** (of met andere woorden een stijging van de rente) zouden we **aangrijpen om eventuele belangrijke onderwegingen in obligaties af te bouwen. We blijven staatsobligaties verkiezen** binnen een gespreide portefeuille. Hoewel de **spread van bedrijfsobligaties** in lijn ligt met het gemiddelde over de afgelopen 15 jaar, zou deze **merkbaar kunnen stijgen indien ons economisch scenario niet correct zou blijken** en we toch in een recessie terechtkomen. In de VS, waar dit risico merkbaar lager is, is de geboden spread momenteel benedengemiddeld en dus eerder onaantrekkelijk. **Ook in high yield obligaties blijven we voorzichtig.** Hetgeen te winnen valt in spreadcompressie indien alles goed gaat en we naar dieptepunten zakken (60 tot 80 bps), staat niet in verhouding tot hetgeen we kunnen verliezen indien we terug in turbulentie of een recessie belanden (stijging van de spread met meer dan 300bps).



Bron: Bloomberg – Spread Europese High Yield obligaties

Daarenboven komt dat de gemiddelde looptijd van Europese High Yield obligaties is teruggevallen tot tussen de 3 en 4 jaar en dat herfinancieren minder evident zal zijn nu het aantal falingen duidelijk toeneemt en er opnieuw volop alternatieven zijn (veel van deze obligaties werden uitgegeven en gretig gekocht toen de rente op kwaliteitsobligaties negatief was).

Amerikaanse aandelen licht overwegen ...

In aandelen behouden we een beperkte overweging. In het licht van de teruggevallen rentevoeten en de vooruitzichten die al bij al nog niet zo slecht zijn, zijn de waarderingen globaal gezien aanvaardbaar. Het klinkt misschien verwonderlijk dat we pleiten voor een **overweging in de VS** waar de **waarderingen** duidelijk **bovengemiddeld** zijn. De **verklaring** is dubbel: de **Amerikaanse economie blijft** ons inziens **in relatief goede doen**, hetgeen de winstgevendheid van de Amerikaanse bedrijven ten goede zal komen. Daarnaast worden de **Amerikaanse beursindexen gedomineerd door sectoren met een bovengemiddelde groei** en in een wereld waar groei schaarser wordt dient men bereid te zijn iets dieper in de buidel te tasten. Dat wil niet zeggen dat we blind zijn voor de sterk opgelopen waarderingen van de zogenaamde “magnificent seven”. We pleiten dan ook om een **gedeelte** van de positie in **Amerikaanse aandelen aan te houden via een “equal weight” ETF**, waarin de weging van elk aandeel dezelfde is ongeacht de marktkapitalisatie. Daarnaast lijken **smallcaps duidelijk aantrekkelijk tegenover de grote bedrijven.**



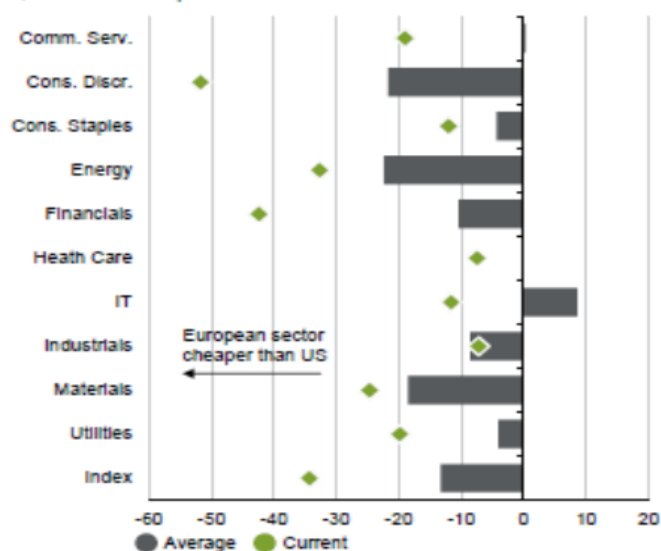
Bron: JP Morgan – relatieve waardering (P/E) small caps vs large caps

Desalniettemin zouden we geen al te grote posities nemen aangezien dit soort bedrijven het moeilijker kunnen krijgen indien we ons in ons Amerikaanse macro-economisch scenario vergissen.

... net zoals Europese...

Europese aandelen zijn momenteel eerder goedkoop te noemen tegenover hun eigen langetermijngemiddelde (een korting van zowat 10%) hetgeen de minder gunstige vooruitzichten ons inziens voldoende compenseert. Wat opvalt is dat in alle sectoren de relatieve waardering tegenover hun Amerikaanse tegenhangers nu wel zeer sterk is teruggevallen. We zouden de regio dan ook durven overwegen in een gespreide portefeuille. **Ook in Europa kunnen small caps worden opgenomen**, zei het in iets mindere mate dan in de VS. De onderwaardering is minder uitgesproken en de kans op een negatief scenario waarbij we toch in een recessie belanden lijkt ons hier duidelijk groter.

MSCI Europe relative valuation vs. the US
%, relative discount/premium based on 12-month forward P/E ratios



Bron: JP Morgan Asset Management

... maar voorzichtiger voor de Emerging Markets

Net als Europa zijn de emerging markets relatief goedkoop (10% goedkoper dan gemiddeld op koers/boekwaarde waardering). Toch zouden we deze regio niet overwegen binnen de portefeuille. Met uitzondering van China en Zuid-Afrika zijn alle belangrijke landen uit de index normaal of duur (India) gewaardeerd. De goedkopere waardering wordt enkel verklaard door de Chinese markt waar we eerst structurele maatregelen willen zien alvorens positiever gestemd te worden.

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.