



Opgesteld op 3 februari 2025

MARKTOVERZICHT FEBRUARI 2025

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

2025: BELEGGER ZULLEN ZICH NIET VERVELEN!

De belangrijkste aandelenmarkten van de wereld zijn 2025 onder een gunstig gesternte begonnen, ondanks de onzekerheden rond het nieuwe presidentschap van Donald Trump. De technologiesector werd echter opgeschud door de aankondigingen over een Chinese start-up, DeepSeek, die het symbool is geworden van de technologische oorlog tussen Peking en Washington op het gebied van AI (artificiële intelligentie). Europese aandelen hebben geprofiteerd van het voordeel van de twijfel: de presentatie van het "competitiviteitskompas" door de Commissie is goed ontvangen door de markten, ondanks een aantal vraagtekens.

TRUMP 2.0: OP WEG NAAR EEN HANDELSOORLOG?

Zodra hij was ingehuldigd, ondertekende Donald Trump een hele reeks uitvoeringsbesluiten, waaruit blijkt dat hij snel wil handelen voor de tussentijdse verkiezingen over minder dan twee jaar. Vergeet niet dat de Verenigde Staten een land is waar bijna permanent verkiezingscampagnes worden gevoerd. Tot nu toe zijn Trumps eerste beslissingen min of meer coherent met zijn verkiezingsprogramma. De markten zijn dan ook niet echt nerveus geweest, omdat de overgrote meerderheid van de beleggers ervan overtuigd is dat alle maatregelen die de inflatie zouden kunnen aanwakkeren of een bedreiging zouden kunnen vormen voor de blakende gezondheid van Wall Street, snel zouden worden afgezwakt. Donald Trump wordt nog steeds gezien als een pragmaticus wiens kompas wordt gevormd door het welvaartseffect op de financiële markten waarvan Amerikaanse huishoudens genieten. Dat is een factor die een sleutelrol heeft gespeeld in de sterke privéconsumptie in 2024. Deze brede consensus zal echter onverwachte opstoten van volatiliteit niet voorkomen, zoals op maandag 3 februari na de aankondiging van tariefverhogingen van 25% tegen Mexico en Canada (beslissingen sindsdien uitgesteld) en 10% tegen China. Dat ging gepaard met een stijging van de dollar, die een deel van de stijging van de Amerikaanse import absorbeerde. Een zaak staat vast: beleggers zullen zich niet vervelen in 2025, het eerste jaar van de ambtstermijn van de president, waarin ongetwijfeld de meeste turbulentie zal voorkomen rond de politieke beslissingen die door de nieuwe regering worden genomen.

De Amerikaanse Federal Reserve (Fed) zal het daarom niet onder de markt hebben. Hoewel het desinflatieproces verder gaat met de normalisering van de lonen, moet worden erkend dat de maatregelen met betrekking tot invoerheffingen en arbeidsimmigratie inflatoir van aard zijn. Nu de economie op volle toeren draait (een stijging van het reële bbp met 2,7% in 2025 volgens het IMF), ruim boven de potentiële groei dankzij de bestedingen van huishoudens (ongeveer ¾ van de bbp-groei in 2024) en investeringen (een stijging van 4% op jaarbasis), heeft de Fed weinig reden om haar

verruimingsbeleid de komende maanden voort te zetten. Normaal zal ze een voorzichtige houding aannemen om de concrete effecten van het macro-economische beleid van Donald Trump nauwkeuriger in te schatten. Ze zal daarom vooral kijken naar de inflatieverwachtingen, die voorlopig slechts licht zijn gestegen sinds de verkiezingen van november vorig jaar. Laten we niet vergeten dat Washington nog steeds inzet op deregulering, lagere energieprijzen en belastingverlagingen als krachtige bijdragen aan desinflatie. De verwachtingen voor een renteverlaging door de Fed in 2025 zijn nu beperkt tot 25 basispunten (0,25%). Het zou niet verrassend zijn als de Fed de rest van het jaar de kat uit de boom kijkt.

We stellen vast dat de langetermijnrente in dollar (USD) gestabiliseerd is (10-jarige Treasury op 4,55%, onveranderd sinds 1 januari, dus een reële rente - na inflatie - van 2,10%), wat de grote rust op de obligatiemarkten weerspiegelt. Een plotselinge stijging van de langetermijnrente tot boven de symbolische 5% (reële rente boven 2,5%) zou Amerikaanse aandelen serieuze parten spelen, gezien hun hoge waardering. Volgens de economische theorie is de evenwichtsrente op lange termijn de som van de potentiële groei, de verwachte inflatie en een termijnpremie die verondersteld wordt investeerders te compenseren voor de volatiliteit van de rente. Het lange eind van de rentecurve in USD zou daarom tussen 4,5% en 5% moeten liggen (potentieel bbp bijna 2%, inflatie 2% tot 2,5%, termijnpremie 0,5%), wat precies het huidige niveau is. Als het beleid van Donald Trump de volatiliteit op de obligatiemarkt zou verhogen, zou het risico bestaan uit een stijging van de door beleggers gevraagde termijnpremie en/of een stijging van de inflatieverwachtingen. De USD-rentevoeten zijn daarom iets om in de gaten te houden, omdat ze een grote invloed hebben op de Amerikaanse en wereldwijde financiële markten.



DE EUROPESE UNIE: NAAR EEN HEILZAME KOERSWIJZIGING?

Albert Einstein definieerde krankzinnigheid als steeds maar weer hetzelfde doen en andere resultaten verwachten. Deze definitie past al ruim tien jaar goed bij de Europese Unie, en zeker sinds Ursula von der Leyen in 2019 het roer overnam als hoofd van de Commissie. In eerdere edities van onze maandelijkse newsletter hebben we het lange memorandum van Mario Draghi over het Europese concurrentievermogen - dat zich vooral richt op de zwakke punten - uitvoerig besproken. Dit rapport werd afgelopen september nogal ijzig ontvangen door politieke leiders die duidelijk de schuld kregen van de economische achteruitgang van de Unie ten opzichte van de Verenigde Staten en China. De verkiezing van Donald Trump lijkt de hoogste machten eindelijk te hebben overtuigd van de noodzaak om het EU-beleid, dat als te bureaucratisch werd beschouwd, te herzien. De Commissie onthulde haar programma "**Kompas voor concurrentievermogen**" en haar agenda voor de komende twee jaar (vijftig te stemmen teksten). We zijn zo vrij om heel sceptisch te zijn over dit initiatief, dat op dit moment meer weg heeft van een oefening in communicatie dan van een daad van berouw. De meeste topics die in het document van de Commissie aan bod komen bieden immers niets revolutionairs in vergelijking met eerdere intentieverklaringen. Denk aan de behoefte aan een interne markt voor financiële diensten - waarvan de naam is veranderd in de "Spaar- en Investeringsunie" - de diversificatie van toeleveringsketens en steun voor startende ondernemingen. Eerste vraag: zijn degenen die aan de basis liggen van de huidige malaise, intellectueel het best geplaatst om de richtlijnen die de relatieve achteruitgang van het Oude Continent hebben geaccentueerd, soms radicaal te herzien? Tweede vraag: is de aankondiging van een cataract van nieuwe communautaire wetgeving het meest geschikte antwoord op de economische sclerose die wordt veroorzaakt door buitensporige normen en bureaucratie? Derde vraag: met de nieuwe Commissie die een kopie is van de vorige centristische coalitie met een lichte verschuiving naar rechts (socialisten, *Renew*, conservatieven van de EVP), wie kan dan garanderen dat de contraproductieve ideologieën achter de meest bekritiseerde teksten (taxonomie, Green Deal, Farm to Fork, AI-wet, CSRD en CS3D, die de administratieve lasten voor bedrijven verhogen, enzovoort) worden losgelaten en dat de economische welvaart van de Unie eindelijk prioriteit krijgt? Vierde vraag: de belangrijkste tekortkoming van het Europese politieke construct is de weigering van het federalisme - waarmee men veel sneller kan beslissen en vooral veel sneller kan bijsturen. Hoe kunnen we mensen overtuigen van de absolute noodzaak van federalisme nadat we hele sectoren van de Europese industrie hebben verzwakt door middel van kafkaïsche regelgeving (telecommunicatie, energie, chemie, mijnbouw, auto's, investeringsbanken, enz.)

Ter illustratie: het **Verdrag van Lissabon**, dat op 1 december 2010 in werking trad, stelde als doel dat elke EU-lidstaat in 2020 3%

van zijn bbp aan onderzoek en ontwikkeling zou moeten besteden. De toenmalige overheid begreep heel goed dat potentiële groei alleen kon worden ondersteund door een aanzienlijke inspanning om te innoveren en technische vooruitgang te verspreiden in de maatschappij. Vijftien jaar later zijn de cijfers rampzalig en tonen aan dat de Unie niet in staat is om de besluiten van de top effectief uit te voeren. De publieke en private uitgaven aan O&O komen nauwelijks boven de 2% uit (vergeleken met 3,5% in de Verenigde Staten), met grote verschillen tussen bijvoorbeeld Duitsland (3,1%, maar meer dan 40% geconcentreerd in de zieldogende autosector) en de zuidelijke landen Italië en Spanje, die moeite hebben om 1,5% te halen, en Frankrijk, dat 2,2% uitgeeft ondanks de onbetwiste kwaliteit van zijn top-ingenieursscholen. Zal het "competitiviteitskompas" dit cruciale probleem voor het concurrentievermogen kunnen oplossen? We hebben zo onze twijfels. We wijzen erop dat het wetgevingsproces veel te lang duurt: **het duurt gemiddeld veertig maanden voordat het Europees Parlement een tekst in tweede lezing aanneemt** (tegenover vierentwintig maanden twintig jaar geleden, volgens het tijdschrift *Le Point* van 30 januari 2025)! Een eeuwigheid in de race naar AI en kwantumcomputing!

Door de opeenstapeling van regels heeft de EU het voor elkaar gekregen om een heleboel beleid te maken dat tegenstrijdig is geworden. De golf van deregulering en openstelling voor concurrentie in de jaren 90 en 2000, die tot doel had staatsmonopolies te ontmantelen om de concurrentie te stimuleren en zo de prijzen te verlagen ten gunste van de burger-consument, heeft geleidelijk plaatsgemaakt voor inflatoire regelgeving. Zo zijn de productiekosten aanzienlijk gestegen, is er contraproductief protectionisme, denk aan recente belasting op Chinese elektrische voertuigen op een moment dat het succes van de energietransitie vraagt om een enorme verlaging van de autoprijzen voor de middenklasse. Er worden ook ideologische keuzes gemaakt die meer dan twijfelachtig zijn, zoals de taxonomie die particuliere investeringen in de Europese defensie-industrie afremt, tot groot genoegen van de Amerikaanse leveranciers. We verwijzen naar de recente missieverklaring aan de Energiecommissaris, die de nucleaire industrie verzwakt. Dit is ver verwijderd van de oorspronkelijke doelstellingen van de stichters van het Europese project. Tijdens de eerste ambtstermijn van Ursula von der Leyen aan het hoofd van de Commissie werd er in de wandelgangen van het Berlaymontgebouw weinig gesproken over welvaart. Het riedeltje van soberheid, een dekmantel voor degrowth en algemene verarming, kreeg geleidelijk de overhand, tot groot ongenoegen van de Europese industrie. Hoewel de EU alle kaarten in handen heeft, heeft ze haar *aggiornamento* nog lang niet gemaakt. De tijd dringt.

DEEPSEEK: GOED NIEUWS VOOR HET SUCCES VAN AI

Op maandag 27 januari kregen technologieaandelen een klap door het nieuws over een Chinese start-up, DeepSeek, die twee modellen heeft ontwikkeld die concurreren met Amerikaanse generatieve AI's zoals die zijn ontworpen door OpenAI (ChatGPT-4o en

OpenAI-o1 voor het recente model met redeneercapaciteiten). Aandelen die actief zijn in het AI-ecosysteem, in het bijzonder halfgeleiderproducenten zoals het beroemde Nvidia, leveranciers van apparatuur voor *datacenters* en energiebedrijven, leden onder heftige



correcties, vaak variërend van 10 tot 20% in één enkele handelssessie, voordat ze in de daaropvolgende dagen enigszins herstelden. Dus wat was er zo verontrustend? De eerste rapporten benadrukten de absurd lage trainingskosten van DeepSeek's modellen. Denk aan 6 miljoen dollar vergeleken met 50 tot 100 miljoen dollar voor de meest recente grote taalmodellen - LLM's - die momenteel beschikbaar zijn en die gebruik maken van een veel kleiner aantal Nvidia GPU's, waarop de Amerikaanse sancties tegen China niet van toepassing zijn. En dat voor resultaten die vergelijkbaar zijn met die van de beste Amerikaanse modellen. Dat was alles wat nodig was om aanzienlijke winstnemingen teweeg te brengen in een segment van de aandelenmarkt dat de afgelopen achttien maanden bijzonder eenzijdig was. Niet alle technologieaandelen werden echter op dezelfde manier geraakt. Het is zelfs zo dat softwareproducenten, IT-dienstverleners en fabrikanten van consumentenelektronica zoals *smartphones* hun aandelenkoersen vaak hebben zien stijgen. Sinds 27 januari doen berichten de ronde dat de door DeepSeek aangekondigde prestaties zeer twijfelachtig zijn. We zullen hier niet ingaan op technische overwegingen; aangezien de modelarchitectuur van DeepSeek is gebaseerd op dezelfde fundamentele als LLM's, lijkt het ons zeer onwaarschijnlijk dat Amerikaanse *hyperscalers*, die tientallen miljarden dollars per jaar uitgeven aan het opbouwen van hun AI-infrastructuur, zo ver achterop zijn geraakt als het gaat om het optimaliseren van hun modellen en hun investeringen. We proberen nederig de meest voor de hand liggende conclusies uit deze gebeurtenis te trekken. **Om te beginnen weerspiegelt de hoge volatiliteit van technologieaandelen de hoge**

waardering van dit segment van de aandelenmarkt en het feit dat iedereen veel AI heeft in zijn beleggingsstrategieën. Dit pleit opnieuw voor meer portefeuillediversificatie, weg van de grote, ultrageconcentreerde indices (actief beheer). De tweede conclusie die we kunnen trekken uit DeepSeek is dat de snelle opmars van AI - we moeten het liever hebben over AI - en de vermenigvuldiging van het aantal use cases in bedrijven en bij het grote publiek natuurlijk afhankelijk zijn van een aanzienlijke verlaging van de kosten. Als gezonde concurrentie het mogelijk maakt om de kosten van trainingsmodellen en inferentie (gebruik) drastisch te verlagen, en in het bijzonder het energieverbruik - de echte *bête noire* van generatieve AI - dan zullen alle gebruikers hier alleen maar baat bij hebben. Met andere woorden, als DeepSeek geen *deep fake* blijkt te zijn, **kunnen we uitkijken naar een snellere toename van de bijdrage van AI aan de productiviteitswinst, de potentiële groei van de economie en in fine de bedrijfswinsten.** Tot slot zou China met DeepSeek met verve de **nutteloosheid van Amerikaanse sancties (exportbeperkingen) op technologisch gebied aantonen.** Moeten we nu vrezen voor een daling van de investeringsuitgaven van *hyperscalers* (Amazon.com, Microsoft, Alphabet, Oracle om de belangrijkste te noemen) in *datacenters* (elektrische apparatuur, AI-halfgeleiders)? Op de korte termijn denken we van niet, maar op de langere termijn **is het veel beter voor de cloudleaders om controle te hebben over de omvang van de investeringen die worden besteed aan AI en dus over hun rendement op geïnvesteerd vermogen.** Van de technologieleiders ten slotte blijft Nvidia het grootste risico lopen, gezien de hoge waardering.

CONCLUSIE

Beleggers hebben op Donald Trump gestemd, wat niet betekent dat ze doof zullen blijven voor irrationele beslissingen die het Amerikaanse exceptionalisme (sterke economische groei, productiviteitswinst, desinflatie) in vraag stellen. De gebeurtenissen

van januari (de nieuwe regering in Washington, de DeepSeek-affaire, het "competitiviteitskompas" van de EU) luiden een jaar 2025 in dat misschien wel spannend is, maar dat onvermijdelijk gekenmerkt zal blijven door onzekerheid en de onrust op de financiële markten.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.