



Geschreven op 5 mei 2025

# MARKTOVERZICHT MEI 2025

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

## EEN REVOLUTIONAIR IN HET WITTE HUIS

April zal ongetwijfeld de annalen van de financiële markten ingaan. De "dag van de bevrijding" of Liberation Day die Donald Trump op 2 april in scène zette, leidde tot een scherpe daling van de beursindexen. De Amerikaanse dollar viel ook scherp terug en de rente op Treasuries schoot omhoog. In de hoofden van beleggers zette de chaos die ontstond door de aankondiging van wederzijdse torenhoge tarieven tegen zevenenvijftig landen, het exceptionalisme van de Amerikaanse economie en de aantrekkelijkheid van haar kapitaalmarkten op zijn minst gedeeltelijk op losse schroeven. Het duurde niet lang voordat Donald Trump reageerde op het risico van een financiële crash: zijn ommezwaai op 9 april (wederzijdse tarieven 90 dagen opgeschort, met uitzondering van die op China, het minimumtarief van 10% blijft van kracht, evenals andere specifieke douanerechten) en zijn verzoening met de voorzitter van de Federal Reserve zorgden ervoor dat de rust terugkeerde. Ondanks de onzekerheden noteerde Wall Street uiteindelijk even hoog als voor de 'Liberation Day'.

## TRUMP HANDELT NIET BLINDELINGS

Begin mei doet de stand van de Amerikaanse aandelenmarkten niet vermoeden dat er een periode van chaos is en dat het vertrouwen van beleggers in de fundamenteën van de Amerikaanse economie geschonden is. De belangrijkste indices zijn immers slechts 5% gedaald sinds het begin van het jaar (in lokale valuta), met technologieaandelen die ongeveer 10% zijn gedaald. Gezien de aanhoudend hoge mate van onzekerheid is dat op zich geen ramp. De belangrijkste index ter wereld had de luxe om het niveau van 1 januari te benaderen, terwijl de Europese indices positieve prestaties neerzetten! Het plaatje is natuurlijk iets gemengder voor beleggers, die kampen met de forse verzwakking van de dollar – in euro is de wereldindex sinds het begin van het jaar met 8% gedaald, terwijl New York ongeveer 12% is gedaald. Het hersel van de markten sinds de ommekeer op 9 april is indrukwekkend (bijna 15% voor de voornaamste index van de New York Stock Exchange, 18% voor technologieaandelen alleen). Het betekent dat beleggers ervan overtuigd zijn dat de handelsoorlog slechts een overgangperiode is, dat de rede uiteindelijk zal zegevieren, dat geen enkel land de voordelen van vrije handel en de theorie van comparatief voordeel van de beroemde Britse econoom David Ricardo (1772-1823) serieus in twijfel kan trekken. De noodzakelijkerwijs gelukkige uitkomst van bilaterale handelsbesprekingen zal leiden tot een algemene vermindering van de spanningen. In feite is de waardering van de financiële markten opnieuw perfect verenigbaar met een groeipercentage van de wereldeconomie van bijna 3% per jaar, zoals we in de afgelopen kwartalen hebben gezien, en een stijging van de bedrijfswinsten van 8 tot 10% per jaar op de lange termijn – in dit stadium is het scenario van een uitholling van de winstmarges uitgesloten. De consensus is er ook van overtuigd dat de recessie die de Verenigde Staten zou kunnen treffen puur technisch is. Dat is het resultaat van een sterke stijging van de voorzorgsinvoer vooruitlopend op de mogelijke verhoging van de

douanetarieven – die al in het eerste kwartaal te zien was – en het onvermijdelijke uitstel van investeringen door ondernemers terwijl ze wachten op een duidelijker beeld. Beleggers moeten daarom niet te veel belang hechten aan de indexen voor het consumenten- en ondernemersvertrouwen, die de afgelopen weken weliswaar aanzienlijk zijn verzwakt, maar die zich snel zouden moeten herstellen als de handelsspanningen de fundamenteën van de Amerikaanse economie waarschijnlijk niet blijvend zullen veranderen. Dit is, in een notendop, de gemoedstoestand van beleggers slechts een maand na 'Bevrijdingsdag'.

We kunnen ons alleen maar verheugen over de kalmte en kalmte van beleggers tegenover Donald Trump, die bedreven is in het gebruik van chaos en maximale spanning om zijn gesprekspartners de hand om te wringen. Maar hebben we de tragikomedie van een regering met een sterk gevoel voor drama wel goed begrepen? Het algemeen aanvaarde idee is dat het Witte Huis eindelijk een stap terug heeft gedaan in het licht van de correctie van Wall Street – 60% van de Amerikaanse huishoudens bezit aandelen – en de stijgend rente op schatkistpapier. Deze consensus kan verkeerd uitpakken. Ten eerste is Donald Trump erin geslaagd om een minimumtarief van 10% op te leggen, het hoogste niveau sinds de Tweede Wereldoorlog en vergeleken met een gemiddeld tarief van 2,4% vóór zijn presidentschap. Vóór Bevrijdingsdag was de consensus dat deze 10% bespreekbaar en nog kon dalen. Maar nee hoor! Ten tweede hebben de beleggers nooit geloofd dat Trump een doctrinair was die vasthield aan een precies plan. Maar de gebeurtenissen van de afgelopen weken lijken er juist op te wijzen dat het plan van het Witte Huis is om het economische ontwikkelingsmodel van de Verenigde Staten van de afgelopen vijftig jaar fundamenteel in vraag te stellen. Bovendien is dat een heuse verrassing voor marktwaarnemers die gewend zijn aan de starheid van

de politieke klasse in westerse democratieën, ongeacht de kostprijs op de korte termijn, ook in de peilingen. Beleggers hebben het politieke programma van Donald Trump nooit echt serieus genomen – afgezien van de beloften van belastingverlagingen en deregulering – noch de analyses van zijn belangrijkste economische adviseurs, die als fantastieverhaaltjes worden beschouwd. Tot slot is er veel kritiek geweest op het amateurisme van de nieuwe regering, met name het vergezochte karakter van de methode voor het berekenen van de wederzijdse tarieven, wat nochtans niet zo onlogisch is. Ter herinnering: het wederzijdse tarief wordt berekend als de helft van de verhouding tussen het handelsoverschot van een land met de Verenigde Staten en zijn totale invoer uit dat land. Bij deze berekening wordt niet alleen rekening gehouden met de respectieve douanerechten, maar ook met alle protectionistische beleidsmaatregelen die de handel in Amerikaanse producten belemmeren, zoals milieu- en technische normen. Vergeet niet dat de factor 50% ertoe heeft geleid dat Donald

Trump deze tarieven als "vriendelijk" heeft bestempeld. **Wat beoogt deze regelrechte afwijzing van de vrijhandel, die sinds de val van de Sovjet-Unie (de Gatt-handelsovereenkomsten van 1994) het kompas van de wereldeconomie is? Het gemiddelde tarief van 120% dat wordt toegepast op China, dat veel hoger is dan de theoretische berekening van 34%, en dat niettemin enkele uitzonderingen zoals consumenten- en industriële elektronica uitsluit, luidt duidelijk het einde van de handel met dit land in.** De regering Trump lijkt te vergeten dat handelsoverschotten en -tekorten niet zozeer het gevolg zijn van tarieven, maar het onverbidelijke gevolg van productiviteitsverschillen tussen landen. De eerder theoretische, maar bijzonder veelzeggende berekeningen die na "bevrijdingsdag" een drukte van belang veroorzaakten over de hypothetische kosten van de productie van een Apple iPhone in de Verenigde Staten, die veel hoger zijn dan de kosten van de assemblage ervan in China, hebben ons terecht herinnerd aan dit evidente feit.

## EEN FUNDAMENTELE UITDAGING VOOR HET AMERIKAANSE MODEL

Het is markant dat de Verenigde Staten al lange tijd onder vuur liggen vanwege hun groeimodel, dat als onevenwichtig en op de lange termijn onhoudbaar wordt beschouwd. Dankzij het "exorbitante privilege" van zijn munt. Valéry Giscard d'Estaing wees er al op in de jaren 1960, toen hij minister van Financiën van Frankrijk was, gegarandeerd door zijn positie als 's werelds grootste economische en militaire macht, **leeft dit land ver boven zijn stand, zoals blijkt uit de dubbele tekort** (federale begroting en handelsbalans). Tegenover de binnenlandse consumptie, die met krediet wordt gefinancierd, **staan aankopen van in dollar luidende activa door niet-ingezetenen en landen met handelsoverschotten**, zoals China en Duitsland. Om huishoudens koopkracht te geven, heeft de massale invoer van goederen uit lagelonenlanden lange tijd de lage reële lonen gecompenseerd die gekoppeld waren aan onvoldoende productiviteitswinsten (vooral vóór 2022) – hetzelfde beleid zien we in Europa. **Zolang de dollar niet wordt bedreigd door een serieus alternatief in zijn status als internationale valuta (60% van de deviezenreserves in de wereld), lijkt het model stand te houden. Maar er waren niet enkel deugden.** Ten eerste betekent de status van vooraanstaande militaire macht, die sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog heeft gefungeerd als een geruststelling voor de Vrije Wereld – tot groot voordeel van landen die hun budgetten besteden aan het financieren van de welvaartsstaat – hoge overheidsuitgaven. Vergeet niet, defensie vertegenwoordigt nog steeds ongeveer drie keer het budget van China in dollartermen! Dat gaat ten koste van andere behoeften van de Amerikaanse samenleving. Ten tweede heeft de massale import, vooral uit China, hele industriële sectoren weggevaagd en geleid tot de verarming van de arbeidersklasse, Trumps belangrijkste electoraat in de beroemde "Rust Belt". De verzwakking van de industriële structuur heeft ertoe geleid dat de Verenigde Staten te afhankelijk zijn geworden van hun handelspartners, terwijl China heeft

besloten een beleid van concurrerende macht te voeren. Dit is vooral duidelijk bij zeldzame aardmetalen (China), elektronica-assemblage (China) en halfgeleiders (Taiwan). Toegegeven, de door China geëxporteerde deflatie heeft geholpen om de inflatie in de VS en daarmee de rente op *Treasuries* op een redelijk niveau te houden, maar het heeft ook zeepbellen in activaprijzen en financiële instabiliteit in de hand gewerkt en bijgedragen aan een grotere welvaartsongelijkheid. **Donald Trump heeft duidelijk besloten om dit groeimodel, dat het mogelijk heeft gemaakt om buitenlands talent aan te trekken, technologisch leiderschap te behouden en de extraterritorialiteit van de Amerikaanse wetgeving te garanderen, in vraag te stellen.** Op het eerste gezicht lijken de doelstellingen tegenstrijdig en onrealistisch: een verlaging van de dollar zou bijvoorbeeld leiden tot hogere reële rentevoeten om spaargeld uit de rest van de wereld te blijven aantrekken. Dat is de compensatie die niet-ingezetenen eisen tegen valutarisico. Dat is echter precies wat Donald Trump niet meer wil, althans niet in de vorm van de aankoop van schatkistobligaties als compensatie voor de handelsoverschotten van partners. In een steeds instabieler wordende mondiale geopolitieke context probeert Trump een resoluut autarkisch model te ontwikkelen, op het gebied van energie – wat al het geval is –, op het gebied van industrie en technologie – via de relokalisatie van productiesites. De controle over intellectuele eigendom alleen is immers onvoldoende om China het hoofd te bieden – en door de accumulatie van binnenlandse besparingen – via een sterke inkrimping van de overheidsuitgaven en een verkleining van de actieradius van de staat. **Dit is een revolutionair project in de zin dat het na voltooiing een ommekeer van 180° maakt ten opzichte van het bestaande model.** Op de korte termijn is het lastig om ons voor te stellen dat dit kan worden bereikt zonder de economische groei en de marges van bedrijven te schaden.

## BEOORDELING VAN DE ECONOMISCHE GEVOLGEN

Het lijkt onmogelijk om de langetermijngevolgen van het beleid van de Trump-regering in te schatten. Er zijn nog te veel vragen onbeantwoord, met name over de snelheid van de uitvoering van haar plan, het resultaat van de handelsbesprekingen en de omvang van de douanerechten, de rode lijnen die ze (in eerste instantie) weigert te overschrijden en ook de invloed die de komende tussentijdse

parlementsverkiezingen zullen hebben. In deze fase kunnen we slechts enkele voorspellingen geven van de geraadpleegde bureaus voor economische analyse. Gezien de onzekerheid over de douanerechten na de schorsingsperiode waartoe op 9 april werd besloten, zijn de geschatte vorken groot. Volgens de economen van Berenberg zou het mislukken van de onderhandelingen de Amerikaanse economische



groei op lange termijn met meer dan 1% doen vertragen tot +1,4%. Als Trump zijn dreigementen naar beneden bijstelt, zou de potentiële groei +1,6% bedragen (tegenover +2% eerder). Op de kortere termijn is de kans op een Amerikaanse recessie sterk gestegen (50% volgens JP Morgan); het groeiverlies bedraagt volgens de consensus ongeveer 1% over twaalf maanden. Europa zou slechts 0,3% tot 0,5% verliezen, maar zou moeten profiteren van het Duitse herstelplan in 2026. Pas echter op voor het risico van een vloedgolf van Chinese producten op zoek naar nieuwe commerciële afzetmarkten – Shein, Temu en de fabrikanten van elektrische auto's zijn de uithangborden van deze bedreiging voor de Europese industrie. Aangezien de export naar de Verenigde Staten goed is voor ongeveer 2% van het bruto binnenlands product (bbp), zal de groei van China waarschijnlijk met 0,5% tot 0,9% afnemen.

**Als het gemiddelde invoerrecht dat wordt toegepast 10% is, zal de wereldeconomie niet instorten. Ze zal de schok kunnen opvangen. Toch blijft de vraag over de bedrijfsmarges in deze onzekere omgeving.** Tijdens de pandemie toonden bedrijven aan dat ze spanningen in de toeleveringsketens kunnen opvangen en hogere kosten kunnen doorrekenen aan de eindklanten, en zelfs nog meer toen de vraag die kunstmatig werd ondersteund door stimulusmaatregelen

## CONCLUSIE

**Alleen een goed gebalanceerde allocatie kan de huidige periode van onzekerheid zonder kleerscheuren doorstaan.** De maand april wordt door velen gezien als een episode zonder echte impact op de dynamiek van de wereldwijde economische groei. Integendeel, het Witte Huis heeft laten zien dat het vastbesloten is om de rollen om te draaien en, ondanks de consensus ten gunste van vrijhandel, de organisatie van de wereldhandel en het Amerikaanse ontwikkelingsmodel serieus in vraag te stellen. Zal Donald Trump een versnelling lager schakelen voor de tussentijdse verkiezingen of versnellen zolang hij alle machtsmiddelen in handen heeft? Hij heeft

het beschikbare aanbod ver overtrof. De winstmarges waren indrukwekkend gestegen, wat de beursindexen vleugels gaf (en ook de inflatie, laten we dat niet vergeten). Wat gaat er de komende maanden gebeuren? Voor beleggers is dit ongetwijfeld een van de meest pertinente vragen. Hoe zullen bedrijven disrupties van waardeketens opvangen (*pricing power*)? Hoe zullen ze hun investeringen inzetten? Zullen ze verhuizen naar de Verenigde Staten? Hoe zullen de marges evolueren in deze chaotische omgeving? We zullen het antwoord zeer binnenkort krijgen, in onze volgende kwartaalpublicaties. Het enige waar we in deze fase zeker van kunnen zijn, is dat de waarderingsmultiples van aandelenindices, vooral die in de Verenigde Staten na de opleving, onhoudbaar zijn als de winstmarges beginnen te dalen in het licht van een eindvraag die verzwakt is door economische onzekerheden. Ter illustratie: zonder uit te gaan van een worstcasescenario (uitgaande van nul winstgroei in 2025), zou het toepassen van de gemiddelde multiple van de afgelopen tien jaar (18) op de winst in 2024 de belangrijkste index op de New York Stock Exchange een theoretisch doel geven dat 20% onder zijn huidige niveau ligt! **De huidige consensus is dat de bedrijfswinsten in de VS in 2025 met 9,5% zullen groeien, een zeer lichte krimp ten opzichte van eind maart (-2%), wat optimistisch lijkt.**

actie centraal gesteld in zijn beleid, wat hem onderscheidt van veel westerse leiders die beschuldigd worden van inertie en zwakte. Bovendien laat zijn doelstelling om de productiecapaciteit van Amerika te herstellen zien dat hij zich inzet voor een langetermijnproject. Het duurt meerdere jaren om de import te vervangen door Amerikaanse producten, wat hem niet afschrikt en in schril contrast staat met het "kortetermijndenken" dat gewoonlijk als kompas dient voor leiders van de vrije wereld. Het is moeilijk voor te stellen dat hij midden in het traject gaat stoppen.

## 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](http://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.**