



Geschreven op 2 oktober 2025

MARKTOVERZICHT OKTOBER 2025

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DE ROZE BRIL VAN BELEGGER

September, wanneer de volatiliteit terugkeert, is altijd al een heikele maand geweest voor beleggers. Het afgelopen jaar was geen uitzondering: beursindexen vestigden nieuwe records, aangevoerd door Wall Street, en bereikten historisch hoge waarderingen. Geconfronteerd met een vertraging op de banenmarkt heeft de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) haar cyclus van renteverlagingen hervat. Beleggers verwijzen naar het *"Goudlokje"*-scenario om de gunstige achtergrond voor financiële activa te beschrijven: dalende rente, een ordelijke vertraging van de Amerikaanse economie (lage kans op recessie) en winstgroei aangedreven door de opmars van artificiële intelligentie (AI). De kers op de taart is dat de crisis van 2022 een verre herinnering is: de energieprijzen zitten in een neerwaartse trend (overaanbod van olie, overvloed aan aardgas, dalende groothandelsprijzen voor elektriciteit in Europa), wat bijdraagt aan een verdere wereldwijde desinflatie.

BELEGGER WILLEN DE BALZAAL NIET VERLATEN

Het mantra in de beleggingsgemeenschap is **"de markten zijn duur, maar niemand verkoopt, dus waarom zou ik als eerste de balzaal verlaten en het buffet achterlaten?"** Is het een geval van collectieve verblinding, gevoed door passieve beleggingsstrategieën en geïndexeerde fondsen die vragen over de waardering van financiële activa negeren? De belangrijkste beursindexen, vooral in de VS, zijn duur geworden (de belangrijkste wereldindex wordt gewaardeerd op meer dan 21 keer de verwachte winst in 2025, Wall Street op 25 keer, de belangrijkste technologie-index op meer dan 30 keer) en zelfs zelfgenoegzaam, gedreven door technologieleiders en de AI-rage. Risicopremies buiten de Europese en opkomende markten lijken nu bespottelijk en weerspiegelen niet langer enig risico op een recessie, ondanks de chaos die het Witte Huis sinds het begin van het jaar veroorzaakt. Denk aan een handelsoorlog, migratiebeleid, recente sluiting van verschillende federale agentschappen, enz., wat een reële impact heeft op het vertrouwen van de economische actoren en de groei van de Amerikaanse activiteit. Let op de vertraging van de arbeidsmarkt en de consumentenbestedingen, afwachtende houding van bedrijven buiten de IT-sector, enz. **De algemene situatie is echter geenszins rampzalig: de wereldwijde economische groei blijft stabiel op ongeveer 3% per jaar in volume** - de meest recente prognose van de OESO voor 2026 is +2,9% (ondanks de halvering van de groei in de VS sinds 2024). Toegegeven, het volledige effect van de tarieven moet nog voelbaar worden op de wereldhandel en het consumentengedrag in de VS door te grote voorraden aan te leggen voordat de aangekondigde maatregelen worden uitgevoerd. Er zijn ook enkele legitieme tekenen van bezorgdheid over de werkgelegenheid in de Verenigde Staten, het logische gevolg van het afslanken van migratiestromen op het aantal nieuwe banen. De sterke correlatie tussen de Amerikaanse consumentenbestedingen en het welvaartseffect dat wordt veroorzaakt door de sterke prestaties van financiële activa (beursindexen op

recordniveaus, cryptoaandelenekte, enz.) is een bijkomende factor die de vooruitzichten voor de consumptie verzwakt in het geval van een scherpe marktcorrectie, op een moment dat de spaarquote van de huishoudens erg laag is. Bovendien zal de intense politieke druk van het Witte Huis op de Fed, gelet op de poging om de Raad van Bestuur naar zijn hand te zetten en de vastberaden wens om de federale schuld te monetariseren ons herinneren aan het gevestigde historische verband tussen de onafhankelijkheid van centrale banken van politieke macht en monetaire stabiliteit. Het zal de dollarbeleggers niet geruststellen. De markten schuiven de pijnpunten blijkbaar liever onder het tapijt, zoals blijkt uit de zeer lage volatiliteit van de prijzen van financiële activa, die niet meteen rijmt met de hoge mate van onzekerheid. Maar een van de zeldzame signalen die op enige ongerustheid duidt, is goud, dat de records aan elkaar rijgt.

De risicopremies, buiten de indexen voor Europese en opkomende markten en volatiliteit liggen daarom dicht bij historische dieptepunten, ook in het segment bedrijfsobligaties (spreads met staatsobligaties). Moeten we ons zorgen maken? Dit is een legitieme vraag, want we moeten erkennen dat de heersende retoriek, die bestaat uit het rationaliseren van deze periode van excessen, neerkomt op de uitdrukking die vaak te horen is in de aanloop naar beurscrises: **"dit keer is het anders!"** Maar hoewel de marktwaardering van financiële activa een belangrijke factor is bij het inschatten van het langetermijnrendement op een belegging, verklaart dit op zichzelf niet de kortetermijnprestaties. **Met andere woorden, de markten zijn vandaag hoog gewaardeerd, maar kunnen dat perfect blijven in de nabije toekomst bij gebrek aan katalysatoren die het basisscenario van beleggers op losse schroeven zetten.**



Voor we ingaan op de kwesties die nauwlettend in de gaten moeten worden gehouden, willen we een recent onderzoek van McKinsey vermelden over de wereldwijde bedrijfswinsten, die, gemiddeld over de periode 2020-2024 en gecorrigeerd voor inflatie, 50% hoger liggen dan het gemiddelde niveau voor 2005-2009. Bovendien bleef het aandeel van deze winsten in het wereldwijde bruto

binnenlands product (bbp) tussen deze twee perioden stabiel op 1,1%, na een dip tot 0,5% vlak voor de pandemie. Met andere woorden, de stelling dat de aandelenmarkten volledig losgekoppeld zijn van de realiteit, klopt niet. De afgelopen twintig jaar hebben de winsten immers gelijke tred gehouden met de wereldwijde groei.

DE TWEE VOORWAARDEN DIE NODIG ZIJN OM STIJGENDE MARKTEN TE RECHTVAARDIGEN

Federal Reserve Chairman Jerome Powell heeft de aandelenmarkt omschreven als *"redelijk hoog gewaardeerd"*. Zijn uitspraak van 23 september had weinig effect op de optimistische stemming van beleggers. Terloops willen we erop wijzen dat Alan Greenspan, voorzitter van de Fed van 1987 tot 2006, ook niet veel effect had op de irrationele uitbundigheid van de markten in 1996, aangezien de beursindexen vier jaar lang bleven stijgen voordat de internetzeepbel barstte, die in het collectieve geheugen is blijven hangen als het toonbeeld van de waanideeën van beleggers die werden meegesleept door hypes. Zitten wij in dezelfde situatie?

De twee belangrijke kwesties komen uiteindelijk neer op **AI en de gevolgen van het beleid van het Witte Huis**. Wat de gok van Donald Trump betreft, houdt de Amerikaanse economie tot nu toe vrij goed stand, ook al zal de activiteit in de tweede helft van het jaar waarschijnlijk aan kracht inboeten. Het migratiebeleid en de handelspolitieke houding hebben het groeiprofiel van de Amerikaanse economie op korte termijn duidelijk verzwakt, met als extra bonus een zekere inflatoire druk (douanetarieven) die de Fed als tijdelijk beschouwt. Bovendien lijkt het federale begrotingstekort aanhoudend hoog te blijven, rond de 6 tot 7% van het bbp. Vandaar de druk van het Witte Huis om de controle over de centrale bank over te nemen. Ook de verwachte en zeer hypothetische inkomsten uit de verhoging van de douanerechten (hooguit een paar honderd miljard dollar) zullen waarschijnlijk ruim onder het overheidstekort en zelfs onder de schuldendienst alleen blijven, die naar verwachting meer dan een biljoen dollar zal bedragen! In werkelijkheid lijkt Donald Trump alles te zetten op de herindustrialisatie van het land en op de investeringscyclus die wordt gegenereerd door belastingverlagingen, met name de nieuwe regels voor de afschrijving van bedrijfsinvesteringen in de *One Big Beautiful Bill Act*, die kan leiden tot een effectieve belastingvoet die veel lager is dan het wettelijke tarief van 21%. Ook zet hij in op deregulering (financiële diensten, energie, enz.), stimulansen voor buitenlandse bedrijven om hun productie-eenheden in de Verenigde Staten te vestigen, desnoods door te dreigen met tarieven, bijvoorbeeld in de farmaceutische sector en de sector halfgeleiders, en niet te vergeten een aantal steunprogramma's van de overheid. Hij wil ook stimulansen voor buitenlandse bedrijven om hun productie-eenheden in de Verenigde Staten te vestigen, desnoods door te dreigen met tarieven, bijvoorbeeld in de farmaceutische en halfgeleidersector, om nog maar te zwijgen van een aantal steunprogramma's van de overheid ter waarde van ongeveer 650 miljard dollar. Momenteel worden investeringsuitgaven voornamelijk door AI gedreven, maar het doel van het Witte Huis is om een bredere investeringscyclus te ondersteunen. Industriële relokalisatieprojecten overschrijden al de 200 miljard dollar en dit is ongetwijfeld nog maar het begin. **De gok van Donald Trump is duidelijk gewaagd en, laten we eerlijk zijn, alom betwist door de gemeenschap van economen die prat gaan op de deugden van multilateralisme en vrijhandel. De tijd zal uitwijzen of de macro-**

economische revolutie van Trump een utopie is of de uitdrukking van een briljante intuïtie, en of het Amerikaanse exceptionalisme definitief is ondermijnd. Als illustratie van de soms gunstige effecten van de "pistool tegen het hoofd strategie", willen we niettemin het recente akkoord vermelden tussen Pfizer en de Trump Administration over geneesmiddelenprijzen in de Verenigde Staten, die gemiddeld veel hoger liggen dan de prijzen die gelden in de belangrijkste ontwikkelde landen. Dat is het resultaat van een zeer complexe marktorganisatie. De overeenkomst zou met name ten goede komen aan het federale *Medicaid-programma* (ziektekostenverzekering voor huishoudens met een laag inkomen), in ruil voor een toezegging van de overheid om de goedkeuringsprocedures voor toekomstige nieuwe moleculen en de toelating van nieuwe farmaceutische productie-eenheden in de Verenigde Staten te versnellen. Voor zijn toekomstige nieuwe medicijnen heeft Pfizer toegezegd prijzen vast te stellen die overeenkomen met de prijzen in de belangrijkste ontwikkelde landen, een kleine revolutie in de Verenigde Staten. Zou Donald Trump kunnen slagen waar Barack Obama volledig faalde, door gezondheidszorg toegankelijk te maken voor zoveel mogelijk mensen tegen veel betaalbare prijzen. Zie bijvoorbeeld zijn *direct-to-consumer* initiatief. Het is nog te vroeg om dit te zeggen, aangezien het Witte Huis de controle heeft over federale programma's en niet de privésector, maar dit is een welkome stap voorwaarts.

Hoe zit het met AI? Naar onze mening is dit een ernstiger probleem voor de financiële markten, omdat het de afgelopen twee jaar de aandelenmarkindices grotendeels heeft aangejaagd. Het is zelfs zo dat beleggers nu hun bedenkingen uiten over het risico van een investeringszeepbel in de infrastructuur die nodig zijn voor de grootschalige uitrol van deze technologie. Zo wordt er meer dan 400 miljard dollar verwacht in 2026 voor de grote *hyperscalers*, vergeleken met minder dan 100 miljard dollar per jaar vóór de pandemie. Recente aankondigingen van OpenAI (de ontwikkelaar van ChatGPT), Oracle (*hyperscaler*) en Nvidia (speciale AI-chips) hebben het debat aangewakkerd over de circulariteit van investeringen in de sector (Nvidia, de leider op het gebied van halfgeleiders, investeert met een klant, OpenAI, die op zijn beurt GPU-chips koopt die speciaal voor AI zijn bedoeld). Dat doet denken aan de controversiële praktijken van de dot-com bubble. De vraag naar het rendement van investeringen in AI (monetisatie) is uiteraard cruciaal, maar zal niet op zeer korte termijn worden beantwoord. De investeringsprogramma's die de kapitaalintensiteit van de IT-sector aanzienlijk verhogen - een belangrijke trend die begon met de ontwikkeling van de *cloud* - zullen over meerdere jaren worden uitgerold. Een kwestie die ons veel crucialer lijkt, is de bijdrage van AI aan de algehele productiviteit, met andere woorden aan het creëren van waarde voor bedrijven die AI toepassen. Wat dit betreft zijn we nogal enthousiast over het groeiende aantal projecten, vooral in het segment van agentic AI. Aanvankelijk was het algemene enthousiasme voor generatieve AI en grote



taalmodellen vooral gebaseerd op de technologische revolutie die de mens-machine interface vertegenwoordigde, waarbij mensen nu in hun eigen taal konden communiceren met machines, robots en computers zonder dat ze de technische details van programmeertalen hoefden te beheersen, zoals de verbeterde interactiviteit. Maar het is vooral op de versnelling van de digitalisering van de economie en de automatisering van taken door de verspreiding van AI in de hele economie dat de immense hoop op productiviteitswinst rust, en dus op een verbetering

van de potentiële economische groei en een toename van de bedrijfsmarges. Dit is precies de boodschap die de financiële markten vandaag geven. **Vanuit dit oogpunt betekent beleggen op de aandelenmarkten vandaag de dag noodzakelijkerwijs een langetermijnvisie en inzetten op een gunstige trend in bedrijfswinsten, die de bepalende factor blijft voor de prestaties van aandelenmarktindices. Deze strategie lijkt ons geen uiting van irrationele uitbundigheid.**

CONCLUSIE

De financiële markten lijken te worden gewaardeerd alsof alle onzekerheid is verdwenen; AI-technologie blijft een krachtige aanjager voor de beursindexen. **Beleggers zijn niet blind voor kortetermijnnuitdagingen, zoals het einde van het multilateralisme, geopolitieke spanningen, cyclische zwaktes, enz., maar hebben besloten hun aandacht te richten op de lange termijn en in hun denkwijze rekening te houden met de formidabele technologische**

innovaties die het traject van de bedrijfswinsten in de komende jaren zullen ondersteunen. De duur gewaardeerde indexen vragen echter om meer diversificatie, meer werk op het gebied van de waardering van financiële activa en een verschuiving naar actievare en flexibelere allocatiestrategieën. Bovendien biedt de lage volatiliteit afdekkingsmogelijkheden tegen lagere koersen.

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'acquies/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.