



Geschreven op 1 oktober 2026

MARKTOVERZICHT OKTOBER 2026

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

STERKE STIJGING VAN DE OBLIGATIERENTES

Terwijl het conflict in het Midden-Oosten ondanks de – vruchteloze – pogingen tot dialoog tussen de Verenigde Staten en Iran in een impasse raakt, wat de spanningen op de oliemarkten aanwakkert, blijven de langetermijnrentes stijgen tot het hoogste niveau in twintig jaar. De nominale rente op de 10-jarige Amerikaanse staatsobligatie bedraagt 5,25 %, het hoogste niveau sinds 2006, ruim vóór de *subprime-crisis*. De obligatierente stijgt wereldwijd, terwijl de wereldeconomie zich goed staande houdt. Denk aan de groei van de economische activiteit in volume met 3% op jaarbasis aangedreven door de investeringscyclus in artificiële intelligentie (AI).

DE RENTETARIEVEN FLIRTEN MET GEVAARLIJKE NIVEAUS

De wereldwijde stijging van de langetermijnrente is natuurlijk het belangrijkste thema dit najaar. Aangezien de Verenigde Staten de wereldwijde financiële markten aansturen, is het nuttig om kort stil te staan bij de obligatiemarkten in dollar. Laten we om te beginnen, zonder al te veel in detail te treden, eens kijken naar wat volgens de wetenschappelijke literatuur de nominale evenwichtsrente (bij gestabiliseerde economische activiteit en inflatie) bepaalt. De langetermijnrente (staatsobligaties) kan worden uitgesplitst in de som van de reële rente en de verwachte inflatie. Die reële rente is op haar beurt de som van het verwachte groeipercentage van de economische activiteit in volume – de crediteur wordt zo beloond voor zijn rol in de financiering van de economie – en een termijnpremie. Deze is bedoeld om het door de belegger gedragen durationrisico te compenseren, dat overeenkomt met de onzekerheid over de toekomstige inflatie – de grootste vijand van de obligatiehouder. Deze risicopremie wordt ook beïnvloed door de mate van vertrouwen in de debiteur, in dit geval het Amerikaanse ministerie van Financiën, en de garant voor monetaire stabiliteit, namelijk de centrale bank. In dit geval is dat de Federal Reserve (Fed). Vandaag is de rente op 10-jarige staatsobligaties als volgt samengesteld: 5,30 % (nominaal rendement) = 1,8 % (reële groei) + 2,4 % (verwachte inflatie) + 1,10 % (termijnpremie). Het reële economische groeipercentage over tien jaar is het percentage dat is geraamd door het *Congressional Budget Office*, een agentschap van de twee partijen met een uitstekende reputatie dat het Congres en het publiek voorziet van diverse rapporten over de begrotingsevolutie in de VS en de belangrijkste macro-economische indicatoren. Wanneer de nominale en reële rentes stijgen als gevolg van verbeterde economische vooruitzichten, bijvoorbeeld door de verwachting van productiviteitswinsten dankzij AI, is dat geen probleem: de stijging van de kapitaalkosten, die alle marktdeelnemers treft, gaat immers gepaard met betere winstvooruitzichten voor bedrijven en hogere belastinginkomsten voor de overheid. Een algemene stijging van de langetermijnrente als gevolg van de eis van een extra risicopremie door crediteuren wordt daarentegen problematischer. Vóór de zomer

lagen de lange rentevoeten in dollar op een evenwichtsniveau waarbij er vrijwel geen termijnpremie was. Maar het is net het herstel daarvan dat echt vragen oproept, want dat komt niet voort uit de hoop op meer economische activiteit in de toekomst.

De redenen voor het herstel van de termijnpremie lijken duidelijk. Om te beginnen maakt de opeenvolging van schokken sinds de pandemie het voor beleggers waarschijnlijker dat er opnieuw schokken van vergelijkbare omvang komen, met een volatielere inflatie tot gevolg. Denk aan de crisis in de toeleveringsketens in 2021, de oorlog in Oekraïne en de energieschok in 2022, de tarievenoorlog in 2025, het conflict in het Midden-Oosten in 2026 en de spanningen die de investeringscyclus in AI-infrastructuur aanwakkert. De inflatie zal niet alleen hoger liggen dan in de jaren 2010, maar vooral sterker schommelen en minder voorspelbaar zijn. Vervolgens staan de geloofwaardigheid van de Verenigde Staten, die hun federale begrotingstekort (-6,3 % in 2026) de vrije loop laten, en die van de Fed centraal in deze termijnpremie. Zo probeerde de Amerikaanse minister van Financiën Scott Bessent afgelopen zomer onhandig de markten te kalmeren door een manipulatie van de rentecurve aan te kondigen: de terugkoop van langlopende *Treasuries*, gefinancierd met de uitgifte van kortlopend schuld papier. Samen met de communicatieve misstappen van de nieuwe Fed-voorzitter Kevin Warsh, ondanks zijn recentere inspanningen, heeft dat ertoe bijgedragen dat de risicopremie op Amerikaanse staatsobligaties opnieuw is opgebouwd. Tot slot, en dat is zeker niet de minst fundamentele reden, kampen de Amerikaanse en mondiale markten met een groeiend ex-ante-onevenwicht tussen het beschikbare spaargeld en de enorme investeringsbehoeften. Die behoeften liggen in AI (en ruimer in digitalisering), elektrificatie, de energietransitie, infrastructuur voor strategische autonomie, defensie en de vergrijzing. De samenloop en de omvang van al deze veranderingen zijn ongekend in de geschiedenis van de mensheid. De concurrentie die daardoor ontstaat tussen economische spelers om het beschikbare spaargeld



aan te trekken, bijvoorbeeld tussen de Amerikaanse Schatkist en de AI-bedrijven, leidt vanzelf tot **hogere kapitaalkosten**. Dat bemoeilijkt de financiering van de wereldeconomie en drukt de waardering van financiële activa, vooral die van aandelen.

Enkele opmerkingen over de toekomstige inflatie: de huidige prijzen worden dan wel opgedreven door de oliepijzen, maar de langetermijnverwachtingen die in financiële producten zitten (*inflatieswaps, inflatiegelinkte obligaties*) blijven aan beide kanten van de Atlantische Oceaan stevig verankerd. De inflatieswaps op vijf jaar binnen vijf jaar schommelden de voorbije maanden nauwelijks. Ze staan op 2,15 % voor de euro en 2,45 % voor de dollar, terwijl de jaarinflatie iets boven 3 % ligt. Men zou kunnen denken dat die stabiliteit vooral wijst op de geloofwaardigheid van de centrale banken. Die hebben beslist hun monetair beleid geleidelijk te verstrakken. De Europese Centrale Bank deed dat dit jaar al voor de tweede keer: in september trok ze de depositorente met 25 basispunten op tot 2,50 %. De Fed verhoogde de rente voor het eerst en bracht de doelvoork voor de federal funds rate naar 3,75 à 4 %. In werkelijkheid is dit vooral het gevolg van de stabiele energieprijzen op de termijnmarkten, die wijzen op een scenario waarin de olie- en gasmarkten vanaf 2027 geleidelijk weer hun normale gang zullen vinden, dankzij een bevredigende oplossing voor het conflict in het Midden-Oosten. **Men moet ervoor waken om de ECB ook maar enige geloofwaardigheid toe te kennen als het gaat om de bestrijding van inflatie die wordt veroorzaakt door een externe energieschok.** De nadruk die de ECB legt op het risico van tweederonde-effecten getuigt van het dogmatisme waarin ze in crisistijd altijd al uitblonk, met uitzondering van de zalige maar voorbije periode onder Mario Draghi. Het gaat dan om een loon-prijsspiraal, waarvan tot nu toe geen enkel teken te zien is. Het is de

heropening van de Straat van Hormuz die de prijzen zal doen dalen, en niet Frankfurt. De huidige crisis legt vooral bloot dat we de controle over de productie en de prijzen in hele industriële sectoren zijn kwijtgeraakt (in dit geval: aardolieproducten, diesel, kerosine...). De lange rente in euro ligt nu hoger dan de nominale potentiële groei van de eurozone op lange termijn. Die groei is vrij zwak: inclusief de verwachte inflatie komt ze nauwelijks boven 3 % per jaar uit (3,5 % volgens de ECB). Tegelijk zijn de investeringen die nodig zijn om het Europese concurrentievermogen te herstellen gigantisch.

Tot slot nog enkele woorden over de situatie op de oliemarkten: de stilstand in het conflict in het Midden-Oosten en de aanhoudende beperkingen op de scheepvaart in de Straat van Hormuz rechtvaardigen oliepijzen van meer dan 100 dollar per vat, wat echter nog steeds draaglijk is voor de wereldeconomie. Maar als de alternatieve route via de Saudische oost-westpijpleiding niet snel weer operationeel wordt en de veiligheid in de Straat van Bab el-Mandeb niet langer gegarandeerd is, zou de totale aanbodschock wellicht dichter bij 9 miljoen vaten per dag liggen. Dat is ongeveer 9 % van de dagelijkse vraag naar ruwe olie. Gezien de zeer lage wereldwijde strategische voorraden van ruwe olie en olieproducten zou dat al snel onhoudbaar worden. De vraag of geraffineerde producten wel beschikbaar zijn, zou zich dan veel sterker stellen. Het is niet uitgesloten dat een vat Brent weer 120 à 130 dollar kost, de toppen die werden bereikt bij de Russische inval in Oekraïne in 2022. Washington rekent er nog steeds op dat de Iraanse economie zal instorten, terwijl Teheran inzet op de politieke druk die de komende tussentijdse verkiezingen voor het Congres met zich meebrengen. Wie van de twee tegenstanders zal als eerste toegeven?

AI: MANIPULATIE EN DRUK VAN DE OPEN WEIGHT-MODELLEN

De maand september stond bol van het nieuws over AI. Beleggers hebben het bijzonder moeilijk om de dynamiek van de sector te doorgronden. Ze worden geconfronteerd met een explosie van het tokenverbruik (tokens zijn de kleinste eenheden data die AI verwerkt), die nog wordt versneld door de snelle verspreiding van agentische AI. Daarnaast zijn er de apocalyptische uitspraken van de verdedigers van gesloten modellen (Anthropic, OpenAI), de veiligheidsvragen en de steeds hardere concurrentie van *open-weight* modellen, vooral uit China. **Toch lijken er enkele zekerheden op te duiken uit wat steeds meer gaat lijken op de "mist van de oorlog", die Carl von Clausewitz in een andere context beschreef.** Om te beginnen is de AI-revolutie een onbetwistbare realiteit. Ze beperkt zich niet langer tot een gesloten circuit tussen de chipproducenten (Nvidia, Broadcom, Micron, enz.), de *hyperscalers* die rekencapaciteit in de cloud aanbieden (Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud, Meta enz.) en de modelontwikkelaars. Precies dat circuit voedde de discussie over de circulaire financiering in het AI-ecosysteem en over het risico op een zeepbel. Uit recente bedrijfsresultaten van grote softwarebedrijven (Microsoft, SAP, Salesforce...) blijkt dat AI-aangedreven applicaties steeds sneller hun weg vinden naar eindklanten. Agentische AI, die complexe taken automatiseert, is aan een opmars bezig, zoals blijkt uit de goed onthaalde recente lancering van Meta Muse. Dat leidt tot een exponentiële toename van de inferentie (het gebruik van getrainde modellen) en van het tokenverbruik. Vermogensbeheerder Schroders schatte in een recente nota dat AI-gerelateerde diensten momenteel

naar schatting zo'n 300 miljard dollar aan jaaromzet zouden genereren. Dit bedrag lijkt misschien aanzienlijk voor een sector die vóór 2022 vrijwel niet bestond, maar in werkelijkheid is het nog steeds bij lange na niet voldoende. De investeringen in AI-infrastructuur (datacenters, rekencapaciteit) bedragen dit jaar immers ongeveer 1.000 miljard dollar en zullen naar verwachting tot 2030 met minstens 30% per jaar stijgen, tot een jaarlijks totaal van 2.900 miljard dollar. Nvidia, de marktleider op het gebied van GPU-chips, schat op zijn beurt dat de investeringen dan tussen de 3.000 en 4.000 miljard dollar per jaar zullen liggen. Uitgedrukt als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) liggen deze astronomische bedragen in dezelfde orde van grootte als die welke tijdens de grote industriële revoluties uit het verleden (spoorwegen, elektriciteit, internet) werden waargenomen. **Interessanter is de theoretische berekening van het rendement op investering dat nodig is om ervoor te zorgen dat AI voldoende waarde creëert voor alle spelers in de keten zoals *hyperscalers*, AI-platforms, en eindklanten.** Het totale opgebouwde kapitaal zou rond 2033-2034 dus in de orde van grootte van 4.500 miljard dollar bedragen (na afschrijvingen). Volgens de analisten van Schroders zou er binnen zeven jaar een jaaromzet van 5.400 miljard dollar moeten worden behaald om de enorme inspanningen die nu worden geleverd te rechtvaardigen. **Volgens onze berekeningen zou dit neerkomen op ongeveer 3% van het geschatte wereldwijde bbp in 2033!** Deze beknopte analyse geeft een beter inzicht in de belangen en de enorme omvang van de uitdaging. Hoe dan ook, de investeerder zal geduld



moeten hebben: het duurt ongeveer drie jaar vanaf de opzet van een *datacenter* voor AI totdat de rekencapaciteit volledig wordt benut. Vergeet echter niet dat de sectoren die momenteel het meest profiteren van de invoering van AI, de softwaresector (programmeren), de IT-dienstensector, de klantenservice en de backoffice zijn. Op termijn, en afhankelijk van de lopende proeven, zou de inzet van AI in deze bedrijfssectoren tussen de 2.200 en 3.700 miljard dollar aan inkomsten per jaar kunnen opleveren, wat niet te verwaarlozen is.

Om nog even terug te komen op de polemiek over veiligheid en de apocalyptische uitspraken: wij benadrukken hier vooral het gevaar van de verscherpte concurrentie van open-weightmodellen. Die bedreigt duidelijk het winstpad van Anthropic en OpenAI, maar stuwt tegelijk de eindvraag naar AI-diensten op. Open platformen, vooral de Chinese, hebben het voordeel dat ze prestaties leveren die dicht bij die van de gesloten modellen liggen, tegen een veel lagere kostprijs per token. Volgens specialisten lopen ze soms amper enkele maanden achter op de frontiermodellen. De beschikbaarheid van deze open platforms verklaart grotendeels de explosieve groei van het gebruik ervan. Bovendien is een *open-weight*model, in tegenstelling tot gesloten modellen, gratis en volledig te downloaden, met uitzondering van de trainingsdata. Gesloten modellen zijn ontworpen om in de cloud te draaien, en de gebruiker krijgt hun architectuur en parameters niet te zien. Een open-weightmodel kan een bedrijf daarentegen op zijn eigen infrastructuur installeren, als het zelf wil bepalen wat er met zijn kritieke data gebeurt. Dat verklaart de paniek bij de Amerikaanse privéspelers. Enkele maanden voor hun beursgang proberen ze met twijfelachtige middelen de verspreiding van open modellen wettelijk te laten blokkeren. Is dit chantage met veiligheid door brandweerlieden

die zelf het vuur aansteken? Laten we niet vergeten dat China grote taalmodellen beschouwt als een hulpmiddel, dat ver afstaat van algemene artificiële intelligentie. Peking streeft ernaar waarde te creëren door AI, robotica en geavanceerde industrie met elkaar te verbinden. Merk ook op dat de waarschuwingen over generatieve AI, die de sociale media en de mainstreammedia hebben overspoeld, niet door alle experts worden gedeeld. Zie bijvoorbeeld de weinig vriendelijke commentaren van Turingprijswinnaar Yann LeCun. Bovendien worden open-weightmodellen verdedigd door Nvidia, Microsoft en IBM, en ruimer door alle spelers die zich niet aan één platform willen binden.

Kortom, we mogen zeker besluiten dat de investeringscyclus nog lang niet ten einde is. Volgens een recent rapport van de Federal Reserve zou dit in de Verenigde Staten goed zijn voor 30% van de reële bbp-groei van de Verenigde Staten in de afgelopen achttien maanden. Daarnaast wordt de binnenlandse consumptie gedragen door de rijkste 10 % van de Amerikaanse gezinnen. Zij bezitten ongeveer 90 % van de aandelen in handen van particulieren en zijn goed voor 50 % van de consumptie. Ze profiteren van het vermogenseffect dat voortvloeit uit de goede gezondheid van Wall Street. De overgang van het trainen van modellen naar inferentie en agentgebaseerde AI zal de vraag naar rekenkracht nog verder doen toenemen. **De fysieke beperkingen** (toegang tot het stroomnet, tot water, tot de meest geavanceerde chips) en de **regelgevende hindernissen** zullen nog lang de enige remmen blijven op deze **industriële revolutie**. Bij die laatste gaat het om het groeiende verzet van lokale besturen en inwoners tegen de overlast van datacenters, en om verlamdende Europese richtlijnen. **Zoals de lezer intussen begrepen heeft, is die revolutie gedoemd om te slagen.**

CONCLUSIE

We kunnen niet anders dan ons advies tot voorzichtigheid en een gezonde spreiding van beleggingen, dat we deze zomer al hebben gegeven, nogmaals benadrukken. De aandelenindexen werden tot nu toe gesteund door AI en door de gezonde financiële toestand van de bedrijven. De consensus verwacht voor 2026 een winstgroei van 29 % in de Verenigde Staten en 16 % in de eurozone. Toch zijn de indexen kwetsbaar als de correctie op de obligatiemarkt aanhoudt en de

kapitaalkosten verder stijgen. Het ex-ante-onevenwicht tussen de kolossale investeringsbehoeften en het beschikbare wereldwijde spaargeld kan de spanningen rond de kredietkosten alleen maar aanwakkeren. Dat gebeurt in een context van sterke concurrentie tussen schuldbeladen overheden en de privésector, en de internationale crisissen verergeren die spanningen nog.

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.