PURE CAPITAL
INDEPENDENT ASSET MANAGEMENT

Opgesteld op 1 november 2026

MARKTOVERZICHT NOVEMBER 2026

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

ZORGEN OVER DE FINANCIERING VAN AI

In oktober zijn niet alle onzekerheden op de financiële markten weggenomen. Terwijl beleggers de resultaten over het derde kwartaal grondig onder de loep nemen, bleef de volatiliteit op de obligatiemarkten aanhouden. De bezorgdheid over de opgebouwde schuld in de technologiesector (AI-investeringscyclus), en met name bij de *'neocloud'-spelers* die gespecialiseerd zijn in het beheer van datacenters, heeft uiteindelijk geleid tot een vlucht naar kwaliteit (*flight to quality*), waardoor de langetermijnrente op staatsobligaties enkele tientallen basispunten (1 basispunt = 0,01 %) onder hun recente record is gedaald. Deze rust staat in schril contrast met de spanningen rond de olieprijzen: de prijs per vat Brent nadert opnieuw de grens van 120 dollar, het hoogste niveau dat in het voorjaar werd bereikt.

ZIJN DE ZORGEN OVER DE FINANCIERING VAN AI GEGROND?

De houdbaarheid van de investeringscyclus op het gebied van AI en financieringskwesties blijven de belangrijkste aandachtspunten voor beleggers. De krachtige wereldwijde economische groei (meer dan 3 % in volume), ondanks het conflict in het Midden-Oosten, en een aanzienlijk deel van de stijging van de bedrijfswinsten zijn te danken aan deze technologische revolutie en de enorme verwachtingen ten aanzien van productiviteitsstijgingen. Ongeveer de helft van de groei van de wereldhandel wordt gegenereerd door de vraag naar infrastructuur voor AI; in de Verenigde Staten draagt AI waarschijnlijk voor ongeveer 1% bij aan de reële groei van het bruto binnenlands product (bbp). AI is het belangrijkste thema dat de spaarstromen stuurt en de wereldmarkten aanstuurt; de andere factoren (energie, geopolitiek, monetair beleid…) lijken niet meer dan een achtergrondruis te zijn. Daarom kijken de financiële markten met angst naar de minste hapering in de investeringscyclus of in het tempo waarmee deze baanbrekende technologieën in het economische weefsel worden geïntroduceerd. **We hebben in het verleden al aandacht besteed aan de kwestie van het genereren van inkomsten en de risico's op teleurstelling bij AI-bedrijven zoals Anthropic, OpenAI of xAI, gezien de toenemende concurrentie en de snelle verspreiding van *open-weightmodellen*.** Deze toonaangevende bedrijven hebben geen tijd om hun superintelligenties te gelde te maken, terwijl er in een razende wedloop om betere prestaties voortdurend nieuwe, baanbrekende modellen op de markt worden gebracht. Het huidige tempo waarmee de grote laboratoria nieuwe grote taalmodellen (LLM, *oftewel large language model*) lanceren, ligt tussen de 15 en 20 per jaar: dit leidt tot een enorm verbruik van kasmiddelen (voor het trainen), terwijl de waarderingen die voor de beursintroducties worden aangekondigd de grens van tweeduizend miljard dollar bereiken, een nogal fantasierijk niveau, als men ervan uitgaat dat de toegevoegde waarde snel verschuift naar agentieke AI, cyberbeveiliging en robotica, en dat LLM's tegelijkertijd steeds meer een standaardproduct worden. Voor de volledigheid willen we nog even vermelden dat de cijfers die Anthropic vlak voor zijn beursgang heeft gepubliceerd, over het algemeen beter waren dan verwacht (ondanks het gebrek aan details over toekomstige uitgaven voor rekenkracht), en geruststellend waren wat betreft de beschikbare financiële middelen om de vaste toezeggingen voor het gebruik van rekenkracht te dekken (430 miljard dollar, plus nog eens zo'n 350 tot 400 miljard dollar aan potentiële toezeggingen). **Maar op dit moment gaat de bezorgdheid vooral uit naar de *neocloud-bedrijven* die gespecialiseerd zijn in het aanbieden van rekenkracht voor AI,** zoals Coreweave, Nebius en Mara (oorspronkelijk actief in het minen van bitcoin). De ***hyperscalers*** (Microsoft, Amazon.com, Alphabet, Meta, Oracle), die zo'n twee derde van de investeringen in AI voor hun rekening nemen – dat is meer dan 800 miljard dollar in 2026 – **geven geen reden tot bijzondere zorgen wat betreft hun financieringscapaciteit**: hun beschikbare kasmiddelen op de balans bedragen zo'n 400 miljard dollar en dankzij hun sterke operationele cashflow kunnen ze de investeringscyclus opvangen via een openbare kapitaalronde (uitgifte van nieuwe aandelen en/of obligaties) die bescheiden blijft (ongeveer 300 miljard dollar in de periode 2026-2028, een klein bedrag gezien de omvang van de betrokken spelers). Dat geldt niet voor de bedrijven in de *neocloud*, die te maken hebben met een golf van wantrouwen op de markten voor *credit default swaps* (CDS, of financiële verzekeringscontracten om het risico op wanbetaling af te dekken). In het geval van Coreweave wijst de vijfjarige CDS op een impliciete kans op wanbetaling van ongeveer 60%!

Moet deze druk op de AI-schuld ons toch aan het denken zetten over de houdbaarheid van de investeringscyclus? Wij denken wij niet: het is zeker zo dat circulaire financiering en de toename van buitenbalansentiteiten (*special purpose vehicles)* de nervositeit onder marktdeelnemers vergroten, maar de *neocloud-bedrijven* vertegenwoordigen slechts een klein deel van het totale investeringsbedrag (ongeveer 15% van de investeringen). Het echte

Pure Capital S.A., beheermaatschappij onder toezicht van de CSSF (Luxemburg)
www.purecapital.eu info@purecapital.eu

Maatschappelijke zetel Luxemburg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T: +352 26 39 86

Belgisch Bijkantoor
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

probleem schuilt eerder in het gebrek aan beschikbare financiering wereldwijd om de rekencapaciteit te bereiken die nodig is voor de versnelde verspreiding van agentieke AI in de komende jaren, terwijl de concurrentie om wereldwijd spaargeld aan te trekken keihard is, zoals blijkt uit de druk op de reële rentetarieven (exclusief verwachte inflatie). Analisten van de effectenmakelaar ODDO benadrukten onlangs dat een AI-agent per gebruiker gemiddeld vijftien keer meer *tokens* (de kleinste eenheid van gegevens die door de AI wordt verwerkt) verbruikt dan een gewone *chatbot*. Volgens ons zal de grootste uitdaging bij de invoering van agentgebaseerde AI de noodzaak zijn om de cyberbeveiliging te versterken, maar de beschikbare statistieken laten duidelijk een **aanzienlijke toename in het gebruik van *tokens* zien sinds de opkomst van de eerste AI-agenten en de aanzienlijke daling van de kosten per *token*.**

Tot slot lijkt de huidige spanning in het segment van de AI-obligaties een tijdelijk verschijnsel te blijven, ook al zal deze nog steeds aanleiding geven tot korte periodes van piekvolatiliteit op de markten. Het vermogen van *hyperscalers* om hun investeringen te gelde te maken (zie de meer dan gemengde reacties op de laatste resultaten van Amazon.com en Alphabet), het vermogen van softwareontwikkelaars om waarde te creëren door AI-functionaliteiten in hun aanbod te integreren, dat van de koplopers in cyberbeveiliging om tools te ontwikkelen voor het beheersen van de neveneffecten die gepaard gaan met de inzet van agent-gebaseerde AI, en het vermogen van halfgeleiderfabrikanten om aan de vraag van hun klanten te voldoen, lijken ons veel fundamentelere onderwerpen. Wat betreft de belemmeringen die de investeringscyclus zouden kunnen vertragen (toegang tot het elektriciteitsnet, toeleveringsketens, regelgeving…), zijn wij van mening dat deze op geen enkele wijze afbreuk doen aan de enorme behoefte aan rekencapaciteit (zie vorige opmerking).

DE TERUGKEER VAN HET STAATSRISICO IN EUROPA – FRANKRIJK EN HET ONTOEREIKENDE BELEID VAN DE ECB

De spanningen rond de staatsschulden van de perifere landen van de eurozone herinneren ons aan de drukke politieke agenda van de komende maanden (Frankrijk, Spanje, Italië). Het renteverschil (*spread*) tussen de Franse staatsobligatie (OAT) met een looptijd van tien jaar en die van Duitsland bedraagt meer dan 160 basispunten (1,6%), wat neerkomt op een stijging van 100 punten sinds het begin van de zomer, met een domino-effect op de leningen van de Europese landen met de hoogste schuldenlast (zoals Italië, Spanje, België). **De stijging van de actuariële rendementen op Amerikaanse staatsobligaties heeft weliswaar een wereldwijd sneeuwbaleffect op de rentetarieven, maar vormt niet de enige factor die in Europa een rol speelt.** Er staan heel wat nationale verkiezingen op het programma, die de volatiliteit op de Europese financiële markten wel eens zouden kunnen aanwakkeren. Alle aandacht richt zich op Frankrijk. Het aandeel van Frankrijk in de Europese economie (bijna 20% van het bbp van de eurozone) is te groot om de gevolgen van de politieke impasse bij het aanpakken van de begrotingsuitdaging en de sociale onrust te negeren. Hoewel de sociaaldemocratie elders erin geslaagd is het ideologische conflict tussen kapitaal en arbeid te overstijgen, blijkt het sociaal-economische model van Frankrijk – dat in principe op de verzorgingsstaat is gebaseerd, ongeacht de politieke kleur van de regerende partij van de afgelopen dertig jaar – onhoudbaar te zijn (56% van het bbp aan overheidsuitgaven, wat hoger is dan dat van de Sovjet-Unie eind jaren tachtig, inclusief sociale uitkeringen!). Zonder een parlementaire meerderheid die in staat is om ingrijpende hervormingen door te voeren (denk aan aanbodbeleid, hervorming van het pensioenstelsel, verhoging van de arbeidsparticipatie, verbetering van de prestaties van het openbaar onderwijs…), lijkt een ineenstorting onvermijdelijk, wat zou kunnen leiden tot een ernstige Europese financiële crisis. Frankrijk, dat lange tijd een clandestiene passagier in de eurozone was, lijkt niet langer te kunnen rekenen op de coulance van de financiële markten. De ontkenning van de realiteit, die zo kenmerkend is voor de Macrondoctrine, heeft ervoor gezorgd dat een populistische partij aan de macht zou kunnen komen – een partij die ver afstaat van de liberale recepten die Frankrijk weer op het juiste spoor zouden zetten. De kans dat de verhouding tussen de overheidsschuld en het bbp zich stabiliseert, is vrijwel nihil. Dit zou een begrotingsinspanning van ongeveer 150 miljard euro (5 % van het bbp) vergen, terwijl het land juist massaal moet investeren in defensie, O&D, kunstmatige intelligentie en de energietransitie. Alleen al om het primaire tekort (exclusief de schuldenlast) weg te werken, zouden er al bijna 100 miljard euro aan bezuinigingsmaatregelen nodig zijn! Een dergelijke inspanning, die over meerdere jaren zou worden uitgesmeerd, vereist een parlementaire meerderheid die op dit moment ontbreekt. De eindeloze discussies over de begroting voor 2027, die tot doel hebben het tekort terug te brengen tot 5%, getuigen van de nalatigheid van de beleidsmakers.

De komende nationale verkiezingen zullen dus doorslaggevend zijn. Sommigen willen dat de Europese Centrale Bank (ECB) al vóór die tijd ingrijpt. Frankfurt beschikt over instrumenten om een uiteenvallen van de eurozone te voorkomen (met name de OMT, oftewel *Outright Monetary Transactions*, en de TPI, oftewel *Transmission Protection Instruments*), instrumenten die tot nu toe nog nooit zijn ingezet. **Het is echter onwaarschijnlijk dat de ECB vóór de verkiezingen actie zal ondernemen.** Hoe dan ook zou een eventuele interventie gepaard gaan met pijnlijke hervormingen die worden opgelegd aan een land dat al geruime tijd zijn Europese verplichtingen op het gebied van het overheidstekort niet meer nakomt. Het is moeilijk voor te stellen hoe het toch al zeer gespannen sociale klimaat zich in een dergelijk scenario zou ontwikkelen.

We hopen hooguit dat de ECB haar beleid van kwantitatieve verkrapping (inkrimping van haar balans) – dat de druk op de obligatierentes versterkt – tijdelijk opschort, en dat de geplande verhogingen van haar beleidsrente (waarover tijdens de vergadering van 29 oktober is besloten, wat wij toejuichen) worden uitgesteld. Want de instelling in Frankfurt lijkt vandaag de dag duidelijk een gebrek aan politieke visie te hebben. Mario Draghi, die in 2012 de eurozone redde – laten we zijn beroemde uitspraak „whatever it takes“ niet vergeten – , staat niet langer aan het roer. **De huidige Raad van Bestuur blijft vastzitten in een beperkte visie op haar rol. Alleen de bestrijding van de inflatie en het verankeren van de inflatieverwachtingen dienen als**

Pure Capital S.A., beheermaatschappij onder toezicht van de CSSF (Luxemburg)
www.purecapital.eu info@purecapital.eu

Maatschappelijke zetel Luxemburg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T: +352 26 39 86

Belgisch Bijkantoor
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

kompas. Toch heeft de stijging van de zilverprijs er nog nooit toe geleid dat de olieprijzen daalden in het kader van een externe energiecrisis. Bovendien heeft Europa de controle over de prijzen verloren in hele sectoren van de industrie waar het zelf niet langer produceert, aangezien de productie grotendeels is verplaatst in het kader van de energietransitie (aardolieproducten, brandstoffen, meststoffen, metalen etc.). En dan hebben we het nog niet eens over het beleid uit Brussel, zoals het mechanisme voor koolstofaanpassing aan de grenzen, dat inflatie in de hand werkt. Terwijl de kerninflatie (exclusief energieprijzen) gematigd blijft, houdt de ECB vast aan een beperkte visie op haar taak. Toch besloot zij in 2025 om de klimaatfactor op te nemen in haar regels inzake onderpand en herfinanciering, om emittenten te bevoordelen die zich inzetten voor de energietransitie, ten koste van activa die bijdragen aan de opwarming van de aarde. Dit is inderdaad een politieke beslissing, aangezien de Europese verdragen geen expliciete vermelding maken van een mandaat op dit toch legitieme gebied. **In werkelijkheid geldt dat, hoewel inflatie weliswaar haar voornaamste taak is, er juridisch gezien niets is dat de ECB belet om het economisch en milieubeleid van de Unie te ondersteunen (secundaire taken).**

De ECB speelt dus een schadelijke rol bij de verscherping van de financiële omstandigheden in de eurozone, doordat zij het besmettingseffect van de Amerikaanse rentetarieven versterkt. Hoewel de lange rente in dollar geen probleem vormt voor de Verenigde Staten (5% tegenover een nominale bbp-groei van ongeveer +7%), worden de Europese langetermijnrentes voor veel landen wel een probleem. In Frankrijk staan de lange rentevoeten van meer dan 5% tegenover een nominale groei van minder dan 3%! **De eurozone heeft een verwachte nominale groei op lange termijn van zo'n 3,5 % (in het beste geval), terwijl de gemiddelde rente op langlopende staatsobligaties 4 % bedraagt. Dat is duidelijk te hoog voor een regio waarvan de potentiële groei te laag is** (te weinig productiviteitsstijgingen) en waar de investeringsbehoeften op het gebied van o.a. AI, de energietransitie, defensie, en nieuwe technologieën gigantisch is (zie de aanbevelingen in het rapport van Mario Draghi van september 2024, die tot nu toe weinig concrete resultaten hebben opgeleverd, afgezien van de gebruikelijke politieke retoriek en een gedeeltelijke afbouw van de Green Deal van de EU). Aan welke kant staat de ECB?

CONCLUSIE

Hoewel we hier nogmaals ons advies van afgelopen zomer herhalen om voorzichtig te zijn en te zorgen voor een gezonde spreiding van de beleggingen, bieden de markten momenteel talrijke aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden. Vaststaat dat de aandelenindexen, die tot nu toe werden ondersteund door AI en de goede financiële gezondheid van bedrijven (de winstconsensus voor 2026 ligt op respectievelijk +34% en +17% voor de VS en de eurozone), zijn kwetsbaar voor een mogelijke voortzetting van de obligatiecorrectie en stijgende kapitaalkosten. **Op de rentemarkten kan het ex ante-onevenwicht tussen de kolossale investeringsbehoeften (onmisbaar voor de digitale, energie- en demografische transities) en de beschikbare wereldwijde besparingen, in een context van hevige concurrentie tussen de verschulde staten en de private sector, niet anders dan de spanningen op de kredietkosten aanwakkeren, verergerd door de internationale crises.** De vlucht naar kwaliteit die we de afgelopen dagen hebben gezien, heeft de spanningen rond de staatsobligatierentes wat verzacht, maar dit zou wel eens maar een kortstondige adempauze kunnen zijn. **Toch bieden de obligatiemarkten momenteel reële rendementen die carry-strategieën aantrekkelijk maken.**

Wat aandelen betreft: hoewel de waardering van de technologiesector die zich bezighoudt met AI aan de hoge kant is (wat het risico op teleurstellingen vergroot), zonder dat het overdreven is, weerspiegelt de rest van de markt lang niet de buitensporige verwachtingen ten aanzien van de productiviteitsschok die deze technologische en industriële revolutie de komende jaren ongetwijfeld teweeg zal brengen. Bovendien is de winstconsensus voor 2027 redelijk en in lijn met een nominaal wereldwijd groeitempo van ongeveer 6,5 tot 7% per jaar. De uitslag van de tussentijdse verkiezingen in de Verenigde Staten zou kunnen duiden op een uitbreiding van de bullmarkt naar sectoren met aantrekkelijke vooruitzichten, maar die minder hoog gewaardeerd zijn.

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'acquérir/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.

Pure Capital S.A., beheermaatschappij onder toezicht van de CSSF (Luxemburg)
www.purecapital.eu info@purecapital.eu

Maatschappelijke zetel Luxemburg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T: +352 26 39 86

Belgisch Bijkantoor
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

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.

Pure Capital S.A., beheermaatschappij onder toezicht van de CSSF (Luxemburg)
www.purecapital.eu info@purecapital.eu

Maatschappelijke zetel Luxemburg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T: +352 26 39 86

Belgisch Bijkantoor
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65