



Geschreven op 3 juni 2025

MARKTOVERZICHT JUNI 2025

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

IS DE HANDELSOORLOG ACHTER DE RUG?

De chaos van april heeft plaatsgemaakt voor meer rust op de belangrijkste beurzen ter wereld. De aandelenmarkten zijn fors hersteld sinds de inmiddels beroemde "dag van de bevrijding" op 2 april, de theatrale presentatie van de wederzijdse tarieven door Donald Trump. De belangrijkste wereldindex is sinds 1 januari met 5% gestegen in dollar, maar is met 4% gedaald in euro. Ze staat dicht bij de hoogste niveaus van het jaar. Ondanks de bezorgdheid over het verloop van het federale begrotingstekort is de spanning op de Amerikaanse obligatiemarkten afgenomen. Het rendement op de 10-jarige Treasury-obligatie (4,40%) ligt onder het niveau van het begin van het jaar. Terwijl de rechtmatigheid van het tariefbeleid van het Witte Huis wordt aangevochten in de rechtbanken, hopen beleggers nog steeds dat de onderhandelingen tussen de Verenigde Staten en hun handelspartners zullen leiden tot overeenkomsten met beperkte negatieve gevolgen voor de wereldeconomie.

ZITTEN BELEGGERERS IN DE ONTKENNINGSFASE?

We kunnen ons alleen maar verheugen over de sterke opleving van de beursindexen en hernieuwde rust na de storm van april. Dat is mede te danken aan de goede kwartaalresultaten van bedrijven, vooral in de Verenigde Staten. De winstmarges staan nog steeds in de buurt van records. Dat is een belangrijk punt om de waarderingmultiples te rechtvaardigen die historisch hoog blijven. Hoewel de onzekerheid over de tarieven groot zal blijven tussen nu en 9 juli, wanneer de opschorting van de wederzijdse tarieven afloopt, en terwijl de bijna dagelijkse uitlatingen van Donald Trump niet goed is om een precies macro-economisch scenario voor de komende maanden vast te stellen, hebben beleggers besloten om het hoofd koel te houden. **De fundamenten van de Amerikaanse economie gaan niet overtuigend verzwakken.** Als gevolg hiervan zijn internationale beheerders van beleggingsfondsen terughoudend om te wedden tegen deze economie en vooral tegen de New York Stock Exchange en haar sterbedrijven. Dat is vooral in de context van de technologische revolutie van artificiële intelligentie (AI). We zien hooguit het begin van een herallocatie van financiële activa naar internationale aandelen. Relatief goedkope Europese activa profiteren van het Duitse herstelplan (ongeveer €1.000 miljard ingezet in de komende tien jaar) onder leiding van de nieuwe coalitie, die breekt met de stagnatie van de Merkel-jaren. **In tegenstelling tot de afgelopen jaren zijn Europese aandelen sinds het begin van het jaar met ongeveer 8% gestegen, waarmee ze duidelijk beter presteerden dan Amerikaanse indices.** We merken terloops op dat het weer beter gaat met small caps, die te lang zijn afgestraft door het gebrek aan interesse van beleggers in deze activaklasse, die als illiquide wordt beschouwd. Dat is een argument dat u misschien zal doen glimlachen in het licht van de *private equity* hype - en te veel is blootgesteld aan de Europese economie. De overregulering van de EU heeft er ook geen goed aan gedaan, want de verdwijning van veel brokers die gespecialiseerd zijn in small caps getuigt hiervan.

Opkomende markten die laag gewaardeerd zijn (vooral in Azië exclusief India) trekken ook kapitaal aan op zoek naar meer geografische diversificatie. Zo zijn de Verenigde Staten zijn goed voor 65% tot 70% van de belangrijkste indices ter wereld.

Een externe waarnemer zou de houding van beleggers die weigeren rekening te houden met de wens van de regering-Trump om de ontwikkeling van de afgelopen decennia in de Verenigde Staten serieus in vraag te stellen, kunnen omschrijven als een ernstige ontkenningfase. Het risico is dat dat de fundamenten van een tot nu toe bloeiende economie op korte termijn worden verzwakt. Maar de handelsoorlog heeft grote gevolgen voor de Amerikaanse consument, de sterhouder van de economische groei van het land. In een tijd waarin het steeds waarschijnlijker wordt dat de inkomsten uit tarieven niet zullen volstaan om verdere budgettaire vrijgevigheid in de vorm van belastingverlagingen te financieren, voeden overheidstekorten de angst voor de federale schuld. Die ongerustheid is ongetwijfeld overdreven, aangezien de Federal Reserve, als ultieme geldschietter, altijd klaar staat om op te treden in het geval van een financiële crisis. **Tegen deze achtergrond van ongerustheid zou het logisch zijn dat beleggers een hogere risicopremie vragen voor Amerikaanse activa.** Denk aan een hogere reële rente op schatkistcertificaten om het valutarisico en de verslechtering van de overheidsfinanciën te compenseren, lagere waarderingmultiples voor Amerikaanse aandelen om bijvoorbeeld terug te keren naar het gemiddelde van de afgelopen tien jaar, d.w.z. 18,5 keer de verwachte winst over twaalf maanden vergeleken met 21 vandaag. Dat is niet wat we vaststellen. Toegegeven, de dollar is verzwakt en goud blijft stijgen, maar het zogenaamde exceptionalisme van de Amerikaanse economie staat niet echt op de helling. Internationale beleggers hebben ongetwijfeld geen serieuze alternatieven voor in dollar uitgedrukte activa, en denk aan de enorme

outperformance van de New Yorkse aandelenmarkt in de afgelopen vijftien jaar, die we kunnen omschrijven als een inertie-effect. Activa uit opkomende markten lijden immers regelmatig onder governance-issues, en de EU moet haar recente reveil nog bevestigen, veroorzaakt door de brutaliteit van Donald Trump ten aanzien van de EU sinds zijn komst in het Witte Huis. Denk aan de voortzetting van de vereenvoudigingsinspanningen die zijn gestart met de Omnibus-

richtlijnen, daadwerkelijke impact van de aanbevelingen van het rapport van Mario Draghi over concurrentievermogen op het niveau van het overheidsbeleid. **De discount tussen wereldwijde aandelen en de Verenigde Staten kan alleen afnemen als de relatieve winstevolutie gunstiger wordt. Deze hypothese is vandaag misschien geloofwaardiger, vooral in Europa vanaf volgend jaar (de eerste tastbare effecten van het Duitse herstelplan).**

DE AANDELENMARKTEN PROFITEREN VAN HET RESULTATENSEIZOEN; DE TERUGKEER VAN ARTIFICIËLE INTELLIGENTIE (AI)

Om kort terug te komen op de gepubliceerde resultaten voor het eerste kwartaal, moeten we toegeven dat de prestaties van Amerikaanse bedrijven zeer goed zijn. De kwartaalwinsten zijn immers met meer dan 13% gegroeid voor de belangrijkste index, een prestatie die ver boven de consensus lag (+7% verwacht eind maart) en die niet alleen te danken was aan de "Magnificent Seven", waarvan de resultaten niettemin met 28% stegen. Dat is veel hoger dan de 16% die door de analistengemeenschap werd voorspeld voor het begin van het resultaatenseizoen. De Amerikaanse technologieleiders (Microsoft, Meta en Alphabet in het bijzonder) hebben ons heel overtuigend gerustgesteld. Ze bevestigen hun superioriteit over de rest van de wereld, ook al hebben de episode DeepSeek (een nieuwe Chinese speler in generatieve AI wiens producten niets te benijden hebben van de grote Amerikaanse taalmodellen zoals ChatGPT) en de aankondigingen van Peking in het halfgeleidersegment bedoeld voor generatieve AI (recente persberichten van de gigant Huawei) aangetoond dat de wedloop om technologisch leiderschap nog maar net begonnen is.

We moeten ook vermelden dat **beleggingsthema's die verband houden met AI en digitale technologieën wat in vraag worden gesteld sinds het uitbreken van de handelsoorlog.** Er ontstaat wat vrees voor een beleggingszeepbel die op het punt staat te barsten. Voorlopig is deze ongerustheid nog niet terug te vinden in de gepubliceerde investeringsplannen van *hyperscalers* (cloud leaders) en andere AI-spelers. De investeringsuitgaven in generatieve AI voor het huidige jaar zijn zelfs hoger dan aan het begin van het jaar werd voorspeld. **We kunnen echter niet genoeg benadrukken hoe belangrijk we het vinden dat technologieën snel en op grote schaal worden ingezet om de productiviteit te verhogen en daarmee de potentiële groei van de economie.** We hameren al heel lang op dit cruciale punt: de hoge waarderingen op de aandelenmarkten zijn alleen gerechtvaardigd als de winstmarges hoog blijven en de winsten sterk blijven groeien met zowat 10% per jaar. De onzekerheden rond het tariefbeleid van het

Witte Huis ondermijnen echter de vooruitzichten voor economische groei op de korte termijn, en daarmee voor de groei van de bedrijfswinsten. Deze bedrijven vertragen of stellen hun uitbreidingsplannen en nieuwe aanwervingen uit, terwijl huishoudens geneigd zijn hun consumptie afbouwen en eerder gaan sparen. Zelfs als Donald Trump vasthoudt aan een gemiddeld tarief van ongeveer 12% tot 13%, d.w.z. ongeveer vier tot vijf keer het gemiddelde niveau van de vorige ambtstermijn van Joe Biden, wat vrij dicht bij de consensus ligt, zal de impact op de Amerikaanse economische groei en bijgevolg op de bedrijfswinsten zeker niet marginaal zijn. Reken op ongeveer 0,5% voor het bruto binnenlands product. Dereguleringsbeleid (vooral in de bank- en energiesector) en beloften van belastingverlagingen kunnen onvoldoende blijken om het economisch vertrouwen te herstellen. Volgens de economen van de ODDO BHF Groep zou het scenario van gemiddelde tarieven van 15% in combinatie met de reeds waargenomen sterke krimp van de arbeidsimmigratie, die in het recente verleden een sleutelrol heeft gespeeld in de dynamiek van het land, een schok van 1% betekenen voor het bruto binnenlands product (bbp) in de komende twee jaar! De bijdrage van AI en, meer in het algemeen, de digitalisering van economische activiteiten, is daarom van fundamenteel belang om bedrijven nieuw leven in te blazen. **Vanuit dit oogpunt zou het mogelijke onvermogen van AI (niet alleen generatieve AI) om de productiviteit van bedrijven aanzienlijk te verhogen ongetwijfeld een veel zorgwekkender scenario voor de financiële markten zijn dan alleen de handelsspanningen. De ecologische en maatschappelijke uitdagingen, d.w.z. de negatieve externe effecten, mogen we evenmin verwaarlozen.** In de Verenigde Staten weerspiegelen de consensusprognose voor de winstgroei in 2025 (+9%) en de vrij hoge waardering van technologieaandelen perfect het optimisme van beleggers over dit onderwerp. De veiligheidsmarges zijn dus klein, maar in dit stadium blijven we ervan overtuigd dat de AI-revolutie nog in de kinderschoenen staat en uiteindelijk een krachtige driver zal zijn om de potentiële groei van de economie te verbeteren.

CONCLUSIE

Alleen een evenwichtige assetallocatie zal ons door deze periode van onzekerheid loodsen, die ondanks de kalmte die we hebben gezien nog lang niet voorbij is. De recente beslissing van het Amerikaanse Hof van Internationale Handel om de wettigheid van de algemene tarieven (in het bijzonder de wederzijdse tarieven en het minimumtarief van 10%) die Donald Trump heeft ingevoerd, in twijfel te trekken, lijkt de kaarten ernstig te herschudden. Als het Hooggerechtshof deze beslissing, die betrekking heeft op de

grondwettelijke prerogatieven van de president en het Congres op het gebied van internationale handel, uiteindelijk bevestigt, zal Donald Trump nog steeds de vrijheid hebben om meer gerichte tarieven per sector toe te passen, bijvoorbeeld in de auto-, staal- of halfgeleiderindustrie. Opgemerkt moet worden dat de tarieven die zijn ingesteld op China niet lijken te worden bedreigd door de wetgeving inzake handelspartners die als "oneerlijk" worden beschouwd. We zijn er dus nog lang niet uit.



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.

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.