

Geschreven op 1 september 2025

MARKTOVERZICHT SEPTEMBER 2025

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DE BELOFTEVOLLE NAZOMER

Tot nu toe zijn beleggers enthousiast over de nieuwsstroom van deze zomer. De opheldering over de Amerikaanse tarieven - ondanks een hoog gemiddeld niveau - het resultaatseizoen dat laat zien dat geld verdienen met investeringen in artificiële intelligentie (AI) al realiteit is (althans voor de technologieleiders), de toespraak van Federal Reserve (Fed) voorzitter Jerome Powell op het Jackson Hole-symposium voor centrale bankiers, waarin hij een verlaging van de beleidsrente aankondigt op de volgende bijeenkomst van *het Open Market Committee* (16-17 september), de opleving van de voorlopende productie-indicatoren in de eurozone, en meer in het bijzonder in Duitsland (stimulusplan), en tot slot de - weliswaar zwakke - hoop op een regeling (of bevroering) van het conflict in Oekraïne, ondersteunen allemaal de beursindexen. Die bereiken immers nieuwe recordhoogten op Wall Street. Zijn beleggers zelfgenoegzaam? De waarderingen van aandelen- en bedrijfsobligatiemarkten (high yield obligaties) weerspiegelen niet langer enig risico op een recessie. We zullen proberen deze vraag te beantwoorden, hoewel we de onzekerheden absoluut niet naast ons neer mogen leggen.

WAT ALS TRUMP HET PLEIT WINT?

Deze vraag is opzettelijk provocerend, maar is niet absurd gezien de stijging van ongeveer 10% van de belangrijkste beursindices in New York sinds 1 januari in dollartermen. Ondertussen is de **langetermijnrente in dollartermen licht teruggevallen** (reële staatsrente op 10 jaar onder 2%). Ondanks de waarschuwingen van de gemeenschap van economen die pleiten voor de deugden van vrijhandel, lijkt het in twijfel trekken van het Amerikaanse economische groeimodel door Donald Trump en zijn regering niet langer te worden gezien als clowneske onzin die de financiële markten in chaos zou kunnen storten.

Wat de douanetarieven betreft, ligt het gemiddelde tarief dat wordt toegepast op de export naar de Verenigde Staten nu rond de **20%**. Dat is het hoogste niveau sinds 1933, vergeleken met minder dan 2,5% in januari. Het komt dicht in de buurt van de donkerste vrees van beleggers in het voorjaar, toen het gemiddelde tarief op basis van de wederzijdse tarieven die begin april ("Liberation Day") op tafel lagen **23% bedroeg!** Hoe kunnen we dan blijven beweren dat Trump een stap heeft teruggedaan? De transactionele en bilaterale aanpak van het Witte Huis, die gericht is op het verkrijgen van concessies door middel van dreigementen en chantage, heeft duidelijk resultaten opgeleverd. Ter illustratie: we zien de afschaffing van sectie 899 van het begrotingsprogramma (belastingdreiging voor niet-ingezetene investeerders uit vreemde landen die beschuldigd worden van oneerlijke handels- en belastingpraktijken) in ruil voor de afschaffing van het wereldwijde minimumtarief van 15% voor Amerikaanse bedrijven van de OESO. Nee, Donald Trump is geen "TACO" (een acroniem voor "*Trump always chickens out*"), zoals een columnist van de Financial Times het afgelopen voorjaar zei.

De Europese Unie is een perfecte illustratie van het **machtsevenwicht**. Brussel heeft uiteindelijk het idee laten varen om zijn **massa-afschrikingswapen te gebruiken tijdens de onderhandelingen**. Dat is het anticompressie-instrument in digitale en financiële diensten, die een handelstekort van meer dan 100 miljard euro met de Verenigde Staten hebben. Het heeft geweigerd om wederkerigheid te eisen in de toegang tot overheidsopdrachten. Brussel heeft vrijwel alle eisen van Donald Trump ingewilligd, waaronder de aankoop van energieproducten - in onwaarschijnlijke hoeveelheden - en militair materieel, in weerwil van het nu noodzakelijke beleid van strategische autonomie van de EU, en zonder tegenprestatie. Afgezien van de weigering om Amerikaanse technologieplatforms vrij te stellen van naleving van de normen die zijn opgelegd door de DSA- (*Digital Services Act*) en DMA- (*Digital Market Act*) richtlijnen inzake digitale diensten en markten. Dat is een duidelijke indicatie van de enorme gehechtheid van Europeanen aan regelgeving en normen. "Alles is verloren behalve de eer", zoals de Franse koning François de eerste zou hebben gezegd. Volgens Ursula von der Leyen wilde de EU een **kostbare handelsoorlog** voorkomen. Een tarief van 15% op Europese export naar de Verenigde Staten, met een paar vrijstellingen, maar nog steeds 50% op staal en aluminium, vergeleken met nulheffingen op de import van Amerikaanse industriële goederen en preferentiële toegang voor landbouwproducten, kan echter nauwelijks als een overwinning worden beschouwd. Dat ondanks de dreiging van strengere tarieven, met name voor de automobielsector. Hoewel ze over de middelen beschikt, met name een markt van 450 miljoen consumenten, overvloedig binnenlands spaargeld, lijkt de EU nog steeds niet klaar om een echt machtsbeleid te voeren zoals China, dat niet aarzelt om zijn favoriete wapen, zeldzame aardmetalen, in te zetten. De absoluut absurde

belofte van directe Europese investeringen in de Verenigde Staten (550 miljard euro over drie jaar, zonder details) druipt in tegen de aanbevelingen van het Draghi-rapport, dat ervoor pleit om de besparingen van het oude continent in de eerste plaats te besteden aan de eigen behoeften op het gebied van infrastructuur, technologie, onderzoek, onderwijs... sectoren waaraan we onze militaire afschrikingscapaciteiten kunnen toevoegen. Maar vooral, welke boodschap heeft de Europese Commissie afgegeven aan haar andere handelspartners? Als de beginselen van multilateralisme die door de WTO worden verdedigd, goed en wel ten grave worden gedragen door de Verenigde Staten, nodigt de onbeduidende zwakte van de EU de rest van de wereld, meer in het bijzonder China, uit om dit continent te beschouwen als een softe politieke entiteit die bereid is te zwijken voor chantage. **De voorzitter van de Commissie dringt aan op de bewuste keuze voor stabiliteit en voorspelbaarheid in plaats van escalatie en confrontatie. Welke mate van voorspelbaarheid kunnen we toekennen aan een handelsakkoord dat is afgesloten met Donald Trump, die niet zal aarzelen om het bij de geringste gelegenheid in twijfel te trekken. Denk aan zijn recente onvriendelijke opmerkingen over de Europese richtlijnen inzake digitale diensten?** Tot slot wijst erop dat de kans dat het Europees Parlement het akkoord verwerpt niet onbestaand is.

Toch besloten de beurzen om enthousiast te erkennen dat de handelsakkoorden de onzekerheid hebben verminderd - ook al is nog niet alles geregeld, aangezien de Verenigde Staten besloten hebben om het moratorium op douanerechten op import uit China met 90 dagen te verlengen en de spanningen met India nog steeds hoog zijn - in plaats van zich zorgen te maken over de onvermijdelijke gevolgen voor de wereldhandel en de consumptie van Amerikaanse huishoudens. De tarieven moeten worden gezien als een belasting die de vraag vernietigt door het beschikbare inkomen van consumenten aan te tasten. Bij een gemiddeld tarief van 20% zouden de theoretische belastinginkomsten (ongewijzigde invoer in dollars) 2,2% van het bruto binnenlands product (bbp) bedragen, tegenover 0,35% vóór 2025, een schok die gelijk is aan de potentiële groei van de Amerikaanse economie! Tot nu toe zijn optimistische beleggers blij met de veerkracht van de wereldwijde activiteit, met een groei van iets minder dan 3% per jaar in volume en economische prestaties die iets beter zijn dan verwacht in het tweede kwartaal. **Bovendien is het voorlopig niet de Amerikaanse eindconsument die de rekening betaalt**, want in het tweede kwartaal vingen bedrijven en importeurs respectievelijk 60% en 10% van de douanerechten op. **Met historisch hoge winstmarges geven bedrijven er veel de voorkeur aan om de effecten van renteverhogingen in de tijd te spreiden in plaats van een sterke inkrimping van de vraag te veroorzaken.** Donald Trump is hen erg dankbaar! De nefaste gevolgen zullen echter onvermijdelijk na verloop van tijd voelbaar zijn, waarschijnlijk al vanaf het begin van het nieuwe schooljaar. Al in de eerste jaarhelft vertraagde de groei van de consumentenbestedingen (70% van het bbp) tot een jaarlijks percentage van 1,0%, de helft minder dan in de eerste helft van 2024. **De consumptie lijdt onder de sterke daling van de immigratie en de daaruit voortvloeiende daling van het aantal nieuwe banen.** Maar het ergste moet ongetwijfeld nog komen en

daarom moeten we voorzichtig zijn. Op basis van de huidige tarieven zou de negatieve impact op de Amerikaanse economische groei in de komende twaalf maanden ongeveer 0,3 tot 0,4% bedragen (bron: Les Cahiers Verts de l'Economie). De consensus onder economen voor volgend jaar is een reële bbp-groei van slechts 1,6%.

In deze omstandigheden is het moeilijk om de komende maanden ronduit optimistisch te zijn over de aandelenmarkt in New York: de belachelijk hoge risicopremie biedt beleggers geen veiligheidsmarge in het geval van teleurstellingen op het economische front. En dat met een verwachte koers-winstverhouding op 12 maanden van meer dan 22! Er wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met de reële risico's van politisering van de Fed. Denk aan de druk op de voorzitter, recente benoeming van Stephen Miran in de Raad van Bestuur, die voorstander is van een zwakke dollar en een hervorming die de prerogatieven van het Witte Huis versterkt en het betwist ontslag van Lisa Cook. De risicopremie gaf geen krimp toen Donald Trump het hoofd van het Bureau of Labor Statistics ontsloeg, na werkgelegenheidscijfers die hij teleurstellend vond, en haar verving door een overtuigd *Trumpist*, wat reden geeft tot bezorgdheid over de relevantie en ernst van toekomstige nationale statistieken.

En toch is het niet allemaal kommer en kwel. De bedrijfswinsten in de VS blijven sterk groeien (+10% verwacht in 2025). Het te gelde maken van AI, met zijn enorme belofte van productiviteitswinst, is al begonnen. De grote technologiebedrijven hebben op dit gebied bemoedigende resultaten gepubliceerd die de verwachtingen overtreffen (met name Microsoft, Meta Platforms, Alphabet...), terwijl agentie AI, dat zijn effecten over de hele economie zal verspreiden, nog in de kinderschoenen staat. **Ten tweede is de One Big Beautiful Bill, die begin juli door het Amerikaanse Congres werd aangenomen, misschien niet zo neutraal als dat alles wat betreft de impact op de economische groei. Dat geldt vooral voor de nieuwe regels voor de afschrijving van bedrijfsinvesteringen, wat zou kunnen leiden tot een effectieve belastingvoet die ver onder het wettelijk tarief van 21% ligt.** Volgens economen van de investeringsbank Piper Sandler zou de effectieve rente 12% kunnen bereiken en de investeringscyclus van bedrijven in de Verenigde Staten kunnen stimuleren, in lijn met de doelstelling van het Witte Huis. Opnieuw volgens Piper Sandler zou de impact op de reële bbp-groei +1,1% zijn tegen het einde van 2026, wat de verwachte zwakte in de binnenlandse consumptie grotendeels compenseert. Een laatste, **maar daarom niet minder belangrijke, positieve factor voor de economie is de deregulering van de banksector (versoepeling van de kapitaalbeperkingen), die de financiële voorwaarden zou moeten versoepelen en zo de groei zou moeten stimuleren door de investeringscyclus van de privésector te ondersteunen.** Nu de financiële markten anticiperen op twee belangrijke renteverlagingen door de Federal Reserve tussen nu en het einde van het jaar, is deze omgeving eerder gunstig voor risicovolle activa in het algemeen en Amerikaanse aandelen in het bijzonder, als we de politieke grillen even buiten beschouwing laten.

MONETAIR BELEID: IS DE ECB TE RESTRICTIEF?

Hoe is de situatie in Europa, een jaar na de publicatie van het beroemde Draghi-rapport? Laten we beginnen met het goede nieuws. Er is opheldering over de tarieven in de VS waardoor de onzekerheid voor exporteurs afneemt, de oliepijzen, loonmatiging (richting 2% voor

de stijging van de onderhandelde lonen die in de eerste helft van 2026 in de eurozone wordt verwacht, wat duidt op een vertraging van de prijzen in de dienstensector in de komende kwartalen) en de stijging van de euro. Al deze factoren dragen bij aan verdere desinflatie, en op

hun beurt aan de verbetering van de reële gezinsinkomens, tot grote vreugde van de Europese Centrale Bank (ECB), het herstel van de voorlopende indicatoren van de industriële activiteit, ondersteund door het Duitse stimuleringsplan en het defensieprogramma van de EU, en tot slot het competitiviteitskompas. Het is een Europees ontwaken na jaren van strategisch dwalen. Aan de kant van de negatieve signalen wijzen we op de invoerrechten (met een geraamd effect van -0,2 tot -0,3% op het bbp van de eurozone over twaalf maanden), de economische groei die over het geheel genomen zwak blijft (de consensus voor 2026 komt nauwelijks boven 1% uit), de terugkeer van het Franse politieke risico (cf. infra), én het breed gedragen gevoel dat de EU veel te traag is met de uitvoering van haar concurrentiebeleid (Omnibus-richtlijnen) en maatregelen ter ondersteuning van de productiviteit. Intussen versnelt de wereldgeschiedenis – iets wat Mario Draghi onlangs nog eens benadrukte, met nog meer nadruk dan in zijn beroemde rapport, tijdens een conferentie in Rimini. De EU blijft een veelkoppig monster dat normen produceert en haar interne markt blijft te versnipperd op het gebied van diensten.

Voert de ECB een te krap monetair beleid? Haar depositofaciliteitsrente is momenteel 2% en wordt door de Raad van Bestuur als neutraal beschouwd. Dat is een niveau dat de vraag niet afremt of stimuleert. Na acht renteverlagingen (van 4% naar 2%) gaat de consensus uit van slechts één verlaging in de komende twaalf maanden, wat laag lijkt gezien het feit dat de potentiële groei op de lange termijn met ongeveer 1% middelmatig blijft. Dit is een volkomen legitieme vraag, op een moment dat de Chinese industriële overcapaciteit, die steeds moeilijker de Amerikaanse havens kan bereiken, naar Europa stroomt en bijdraagt aan de desinflatie, en het tempo van de prijsstijgingen in de dienstensector, dat nog steeds boven

CONCLUSIE

Op welke zekerheden kunnen we onze assetallocaties voor de komende maanden baseren in een wereld die chaotischer is geworden? Ten eerste, en dit is ongetwijfeld een echte verrassing voor de meest ervaren beleggers, leidt deze chaos niet tot een hogere marktvolatiliteit of hogere risicopremies. De correctie begin april was immers van korte duur en werd snel uitgewist door de beursindices. Het gewicht van passief beheer en indexfondsen verklaart waarschijnlijk deze inertie. Aandelen zijn nu vrij duur, vooral in de VS, en weerspiegelen al de hoge consensusverwachtingen voor winstgroei. Vervolgens zal de Federal Reserve waarschijnlijk haar beleidsrente verlagen, maar dit zal niet voorkomen dat de binnenlandse consumptie zwak wordt door de tarieven en dat de banengroei sterk vertraagt door het opdrogen van de migratiestromen. Toch zal de investeringscyclus in de VS zich versterken, aangemoedigd door de deregulering van het bankwezen, het fiscaal beleid en de stimulansen van Washington voor buitenlandse bedrijven, inclusief de chantage met tarieven indien nodig. AI zal zijn positieve effecten blijven verspreiden over de hele economie (productiviteitsherstel). De EU zal absoluut naar een hogere versnelling moeten schakelen nu Frankrijk zijn niet-benijdenswaardige status als de zieke man van Europa bevestigt. De ECB zou eindelijk kunnen overstappen van een neutraal monetair beleid naar een meer versoepelend beleid nu de inflatie blijft dalen.

het niveau van voor de crisis ligt, vertraagt dankzij de loonmatiging. **Kampen we met een nieuwe verblindings van de ECB, zoals vóór Mario Draghi's aantreden aan het roer in 2011 op het hoogtepunt van de staatsschuldencrisis, of gewoon met lichtzinnigheid van de kant van een instelling die passief is gebleven tegenover de sterke stijging van de euro/dollarkoers, die sinds het begin van het jaar met 12% is gestegen?** Opmerkingen van sommige ECB-functionarissen lijken erop te wijzen dat het niveau van 1,20 dollar voor de euro problematisch wordt. Het is een oproep aan de financiële markten om de echte bedoelingen van de in Frankfurt gevestigde instelling te testen!

De terugkeer van de politieke chaos in Frankrijk met de regering-Bayrou die vrijwel zeker ten val komt in een begrotingscrisis, de zieke man van Europa, zal de berekeningen van de ECB waarschijnlijk flink in de war sturen. Europa kan zich niet nog een staatsschuldencrisis veroorloven. Het electorale gewicht van extreme partijen in het Franse politieke landschap lijkt het echter onmogelijk te maken om de hervormingen door te voeren die essentieel zijn om de overheidsfinanciën op orde te krijgen. Met een langetermijnrente die nu hoger is dan de nominale groei van de economie en een verwacht overheidstekort van ongeveer 6% van het bbp in 2025, loopt Frankrijk het risico op een sneeuwbaaleffect, d.w.z. een verlies van controle over zijn schuld. De ECB, wiens mandaat alleen betrekking heeft op inflatie – in tegenstelling tot de Federal Reserve, die ook de werkgelegenheid in de gaten houdt – zou er verkeerdt aan doen om de risico's van een economische terugval in de eurozone en de deflatoire effecten daarvan niet serieus te nemen.

De huidige omgeving pleit voor meer voorzichtigheid (lage risicopremies), maar hoewel een consolidatie van de aandelenmarkten logisch en zelfs wenselijk zou zijn, zou het riskant zijn om de fles als slechts halfeeg te zien. De algemene rentetrend is redelijk gunstig voor de financiële markten en de wereldeconomie vertoont geen tekenen van stagnatie, waardoor het traject van de bedrijfswinsten in twijfel wordt getrokken. Tot nu toe tonen de resultaten van de AI-gerelateerde technologiesector aan dat er geen financiële zeepbel is die vergelijkbaar is met die van het internet aan het einde van de jaren negentig. Daarnaast zijn investeerders zich bewust van recente crises die het formidabele aanpassingsvermogen van de privésector hebben aangetoond (pandemieën, verstoringen in de toeleveringsketen, de energiecrisis, enz.) Dit vermogen om te leren en organisaties te transformeren doet denken aan de statistische modellen waarop AI is gebaseerd, en de hulp van de privésector zal cruciaal zijn in deze onzekere tijden.

Tot slot herhalen we ons advies om te diversifiëren en benadrukken we de beleggingsthema's die de komende maanden sterk zullen blijven, zoals AI en de effecten ervan op de productiviteitsgroei, het herstel van de Amerikaanse industrie, het Duitse fiscale stimulusplan en de inspanning – ongekend sinds de val van de Berlijnse Muur – om de westerse defensiecapaciteit te versterken.



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.