

Opgesteld op 2 januari 2025

MARKTOVERZICHT JANUARI 2025

Door Dominique Marchese, Head of Equities en Jean-Philippe Vanderborcht, Head of Fixed Income

ONZE KIJK OP 2025

Voor we de uitdagingen en vooruitzichten voor 2025 belichten op het gebied van economie, inflatie, rentetarieven, valuta en beursindexen, vatten we de belangrijkste gebeurtenissen van het afgelopen jaar even samen.

2024: EEN JAAR VOL VERRASSINGEN

Dit jaar zat vol verrassingen. De Verenigde Staten hebben immers blij gegeven van hun "exceptionalisme". Zo wordt tegenwoordig een economie beschreven waarvan de prestaties de meest optimistische verwachtingen ver hebben overtroffen. De reële economische groei (exclusief inflatie) zal in 2024 waarschijnlijk uitkomen op +2,7%, een iets lager groeipercentage dan het jaar ervoor. Ter herinnering: tegen het einde van 2023 voorspelde de consensus een groei van slechts 1,3%. De werkelijkheid draaide heel anders uit dan het basisscenario. Op sleeptouw genomen door de veerkracht van de arbeidsmarkt en de welvaartseffecten van de financiële markten en de desinflatie (gunstige invloed op de reële inkomens) bleef de consumptie van de huishoudens solide. De investeringscyclus versnelde sterk als gevolg van federale programma's zoals de *Inflation Reduction Act*. Als gevolg van productiviteitsstijgingen die de productiekosten per eenheid tot 2% per jaar drukken, ondanks loonstijgingen van meer dan 4%, zijn de winstmarges van Amerikaanse bedrijven dicht bij hun historisch record. De belangrijkste beursindices vestigden logischerwijs nieuwe records, met name de technologieindices die worden aangedreven door de inzet van generatieve artificiële intelligentie (AI) en de belofte daarvan om de potentiële groei op de langere termijn aan te jagen. **Terwijl de Amerikaanse economie verrassend sterk presteerde, bleef de activiteit in de eurozone matig**, ondanks de hoop die de voorlopende indicatoren in het voorjaar wekten. Dat kwam door de politieke crisis in Frankrijk (ontbinding van de Nationale Vergadering afgelopen juni) en de Duitse industriële crisis (vraagtekens bij het Duitse mercantilistische model, verlies van concurrentievermogen in de autosector). **De Chinese autoriteiten hebben geprobeerd de economie te stimuleren op een moment dat de vastgoedcrisis de deflatoire druk verergert. Beijing is erin geslaagd om de Chinese beursindexen weer tot leven te wekken, maar Europa heeft nog steeds te kampen met een hoge politieke risicopremie.** Het vernietigende rapport van Mario Draghi, voormalig voorzitter van de Europese Centrale Bank (ECB, 2011-2019) en van de Italiaanse ministerraad (2021-2022), over het concurrentievermogen van de Europese Unie (EU), herinnerde ons aan de structurele pijnpunten van het oude continent ten opzichte van de Verenigde Staten en China. Hoewel de technologische revolutie en de energietransitie enorme uitdagingen met zich meebrengen, zijn het de beleidskeuzes van de EU van de afgelopen twintig jaar die vragen oproepen. Brussel belichaamt

de bureaucratische regeldrift, terwijl de Verenigde Staten innoveren en China produceert.

Wat de rentevoeten betreft, zagen we in 2024 een algemene versoepeling van het monetaire beleid omdat de desinflatie aanhield. De prijsindices hebben het nu wel moeilijker om de doelstellingen van de centrale bankiers te halen (neerwaartse weerstand van de prijzen in de dienstensector onder invloed van de lonen). De inflatieverwachtingen van de economische actoren bleven zich echter normaliseren, tot grote tevredenheid van de belangrijkste centrale bankiers.

Het jaar 2024 zat vol politieke verrassingen, te beginnen met de onverwachte en in meer dan één opzicht klinkende terugkeer van Donald Trump in zijn ambt. Die overwinning werd door de financiële markten verwelkomd ondanks de onvermijdelijke controversie die werd veroorzaakt door zijn programma, dat als eerder inflatoir wordt beschouwd. Door de politieke zelfmoord van Emmanuel Macron heeft Frankrijk de weinig benijdenswaardige trofee van "de zieke man van Europa" in de wacht gesleept en heeft het vooral het Europese project nog wat verder verzwakt in zijn gebrek aan leiderschap. In het Midden-Oosten herschikt de ineerstorting van de sjjiitische "as van verzet" onder Iraans gezag, een gigantisch succes voor de soennitische monarchieën, Turkije en Israël, de kaarten in een regio die snakt naar vrede. In deze context wijzen we op de ijzige kalmte van de financiële markten ten opzichte van de recente geopolitieke crises, vooral wat betreft de energieprijzen. De oorlog in Oekraïne, die nu al drie jaar duurt, lijkt een straatje zonder eind te zijn. De westerse eenheid tegenover Rusland is duidelijk verzwakt (vermoeidheid en voorzichtigheid bij de hoofdrolspelers, de komst van Donald Trump in het Witte Huis). De logistieke steun aan Oekraïne volstaat amper om het land in het gareel te houden en zou Kiev tot een compromis kunnen dwingen.

De aandelenindices presteerden goed in 2024, hoewel er grote verschillen waren tussen de regio's (met de Amerikaanse indices als uitblinkers), tussen sectoren en tussen large en smallcaps. Terechte ongerustheid over de waardering van Amerikaanse aandelen en de hoge concentratie van de belangrijkste aandelenindices (het

overweldigende gewicht van de 'Magnificent Seven') weerhielden de markten er niet van om het hele jaar door te blijven stijgen, afgezien van een korte periode van consolidatie tijdens de zomer. Dat kwam door kortstondige paniek in verband met het monetaire beleid van de Bank of Japan (scherpe correctie op de beurs van Tokio die gepaard

ging met een sterke stijging van de yen) en (onterechte) twijfels over het vermogen van de Amerikaanse economie om een recessie af te wenden. De grote onzekerheid rond 2025 leidde echter tot een lichte consolidatie van de belangrijkste beursindices tegen het einde van december.

2025: MACRO-ECONOMIE, INFLATIE, RENTEVOETEN EN VALUTA'S

Economie

De contouren van een **zachte landing voor de** wereldeconomie tekenden zich af in 2024, met een veerkrachtige groei in combinatie met een gematigde inflatie waardoor de belangrijkste centrale banken – met als opmerkelijke uitzondering de Bank of Japan – een cyclus van monetaire versoepeling kunnen starten. Een voortzetting van dit positieve momentum leek waarschijnlijk voor 2025, maar een **ongewoon hoge mate van onzekerheid** staat centraal in elke projectie sinds de Amerikaanse verkiezingen in november. **De aard, omvang en timing van het beleid van de nieuwe Trump-regering blijven onduidelijk en kunnen een grote impact hebben op het lot van de Amerikaanse economie en de rest van de wereld.** Gezien de solide fundamentals in de privésector, de genormaliseerde arbeidsmarkten en de gunstige financiële voorwaarden, **zou de wereldeconomie in staat moeten zijn om een "gematigde" versie van het programma van Donald Trump op te vangen.** Denk aan gerichte en/of beperkte tarieven op China, de strijd tegen illegale immigratie, verlenging van de belastingverlagingen van 2017, enz. Dit is de basis voor ons basisscenario voor het komende jaar. De krachten die spelen, zijn echter meervoudig, complex en soms tegenstrijdig. Beleggers moeten er daarom rekening mee houden dat een buitensporige beleidsmix (veralgemeende handelsoorlog, massale deportatie van illegale immigranten, uit de hand gelopen begrotingstekorten, enz.) de wereldeconomieën en -markten zou kunnen destabiliseren.

Obligaties

De obligatiemarkten kenden in 2024 opnieuw een **vrij volatiel verloop**, waarbij de langetermijnrente binnen een vrij brede bandbreedte schommelde. Aan het einde van het jaar keerde de lange rente in dollars terug naar de bovenkant van deze bandbreedte, toen **marktdelnemers probeerden de implicaties van de Republikeinse verpletterende overwinning in de Amerikaanse verkiezingen in te schatten qua inflatie en uitgifte van obligaties. Dat gold ook voor de minder versoepelende houding van de Federal Reserve (Fed) tijdens haar vergadering in december.** Na het verlagen van de beleidsrente met 100 basispunten (1%) in drie maanden, temperde voorzitter Jerome Powell de verwachtingen en suggereerde hij een veel lager tempo van versoepeling in een onzekere omgeving. **De ECB daarentegen lijkt er meer vertrouwen in te hebben dat de inflatie tegen 2025 terugkeert naar haar doel, tegen de achtergrond van neerwaartse risico's voor de toch al bescheiden groei. We blijven positief voor overheidsobligaties** in een gunstig centraal scenario met een nog steeds comfortabele marge van monetaire versoepeling voordat een meer neutrale zone voor de beleidsrente wordt bereikt. Een vrij hoog rendement in vergelijking met het verleden na de financiële crisis, minder concurrentie van geldmarktproducten en decorrelatie binnen gediversifieerde

portefeuilles zouden voldoende aantrekkelijk moeten zijn voor beleggers. **We verwachten positieve returns gevoed door de carry trade en een mogelijke lichte daling van de langetermijnrendementen** (richting 4,00% voor de Amerikaanse 10-jaars staatsrente en 1,90% voor het Duitse equivalent). **De bedrijfsobligatiemarkten profiteren nog steeds van de solide fundamentals van bedrijven** en het vrij conservatieve balansbeheer in de periode na de crisis. **De risicopremies of kredietspreads zijn in 2024 echter sterk ingenomen** tot ongeveer het laagste niveau sinds de financiële crisis. Als er zich geen grote schok voordoet, denken wij dat bedrijfsobligaties superieur kunnen blijven presteren dankzij de carry, maar de huidige niveaus laten weinig marge voor teleurstellingen. In een onzeker klimaat **geven we daarom de voorkeur aan kwalitatieve obligaties** (investment grade) voor nieuwe beleggingen. We zullen gericht aandacht blijven besteden aan de selectie en de diversificatie van de effecten.

Valuta's

Na een vlag van zwakte in de zomer, veerde de **Amerikaanse dollar** in het laatste kwartaal op om uit te groeien tot **de sterkste belangrijke valuta van 2024.** In de Verenigde Staten leverden de verkiezingen het gunstigst mogelijke verdict op voor de greenback. **De eerder reflatoire voorstellen van de Republikeinse kandidaat zullen het groei- en rentevoordeel van de VS waarschijnlijk behouden.** Bovendien zou een handelsoorlog de Europese en Chinese blokken treffen op een delicaat moment waarop hun binnenlandse vraag zwak is. **De euro lijkt dus kwetsbaar** gezien de hoge mate van openheid voor internationale handel en het fiscale keurslijf dat de ruimte voor stimulus beperkt... tenzij het Duitse begrotingsconservatisme na de verkiezingen van februari wordt versoepeld. **In afwachting van meer duidelijkheid over de ware bedoelingen van de nieuwe Amerikaanse regering, zal de dollar waarschijnlijk stabiel blijven. Maar vergeet niet dat hij al gedreven wordt door vrij uitgesproken speculatieve positionering en dat de waarderingsniveaus al hoog zijn.** Wij denken dat een blijvende doorbraak in de pariteit zeer harde maatregelen in de Verenigde Staten (zoals algemene tarieven) en een Europese recessie zou vereisen. Als deze extremen worden vermeden, lijkt een bescheiden herstel van de euro richting 1,05-1,10 dollar aannemelijk in de tweede helft van het jaar, wanneer de onzekerheid afneemt en centrale banken dichter bij een stabilisatie van de rente komen. **We behouden echter een kleine blootstelling aan de dollar in onze portefeuilles, omdat de dollar een aantrekkelijk instrument blijft om ons in te dekken tegen bepaalde soorten cyclische en geopolitieke risico's.**

AANDELENMARKTEN IN 2025: DIVERSIFICATIE WEG VAN DE 'MAGNIFICENT SEVEN'

Amerikaanse aandelen, die goed zijn voor ongeveer twee derde van de wereldwijde indices, zijn historisch duur. Dat is een feit dat niemand in de financiële gemeenschap durft te ontkennen. Helaas is voor beleggers die op zoek zijn naar effectieve voorspellingsmodellen, marktwaardering nooit een relevante indicator geweest voor prestaties op een termijn van 12 maanden. Het wordt het best gebruikt om het rendement op investeringen op de zeer lange termijn in te schatten. Het heeft ook weinig zin om de huidige situatie te vergelijken met die aan het einde van de jaren negentig, voordat de dotcom-zeepbel barstte. **Hoewel we ons terecht kunnen afvragen of technologieleiders AI kunnen verzilveren, kan moeilijk worden betwist dat we ons temidden een heuse technologische revolutie bevinden die bedrijven radicaal zal transformeren en productiviteitswinst zal ondersteunen.** Ter herinnering: volgens een onderzoek van de OESO uit 2021, dat door anderen is bevestigd, zou AI tussen nu en 2030 1% tot 2% extra jaarlijkse economische groei kunnen opleveren (het huidige mondiale traject is bijna 3% per jaar in volume), afhankelijk van de snelheid en diepte van de verspreiding. Voor de Verenigde Staten schatte Goldman Sachs de impact in 2023 op 1,5% tot 2% per jaar in de komende tien jaar. De verwachte koers-winstverhouding over 12 maanden voor de Amerikaanse markt (22) is hoger dan het historische gemiddelde over de afgelopen vijf jaar (19,5), maar het verschil is vooral te wijten aan het gewicht van de 'Magnificent Seven' (35% van de markt). De hoge waardering van *hyperscalers* (cloud leaders) weerspiegelt hun cruciale rol in het AI-ecosysteem. In 2024 hebben we vaak gewezen op de aanzienlijke investeringen die nodig zijn voor de toepassing van AI, die formidabele toetredingsdrempels vormen voor de technologieleiders, maar die ook de hele waardeketen ten goede komen - inclusief de energiesector. Dit als onderdeel van een technologische revolutie die zich over vele jaren zal voltrekken. Het grootste risico voor *hyperscalers* is eigenlijk meer van regelgevende aard, zoals blijkt uit de vele rechtszaken die zijn aangespannen tegen dominante posities aan beide kanten van de Atlantische Oceaan. **Daarom herhalen we ons advies om portefeuilles verder te diversifiëren, weg van ultrageconcentreerde - en dus in absolute termen risicovollere - indices. We richten ons op sectoren die direct profiteren van de AI-revolutie: leveranciers van elektrische apparatuur voor *datacenters*, halfgeleiders, elektriciteitsproducenten, data-infrastructuren, applicatieontwikkelaars, enz. die nog redelijk gewaardeerd zijn. Op de langere termijn mogen we de sectoren niet vergeten waarvan de financiële prestaties een boost zullen krijgen door de sterke toename**

CONCLUSIE

Na een jaar vol verrassingen zal 2025 beleggers waarschijnlijk de nodige uitdagingen en onzekerheden bieden. Dat verklaart precies waarom de financiële markten risicopremies bieden die verondersteld worden om deze onvoorspelbaarheid op gepaste wijze te belonen (extra vereist rendement in vergelijking met rentevoeten die als risicovrij worden beschouwd). Onze taak is juist om te beoordelen in hoeverre deze risicopremies voldoende aantrekkelijk zijn. Binnen het kader dat we in deze eerste maandelijkse newsletter van 2025 hebben beschreven, **zijn we van mening dat de markten een**

van het aantal AI-gebruiksgevallen (gezondheidszorg, verzekeringen, materiaalwetenschappen, enz.).

Vóór de overwinning van Donald Trump voorspelde de consensus een winstgroei in de Amerikaanse markt van ongeveer 15% in 2025 (vergeleken met +9% vorig jaar), en bijna 10% exclusief de 'Magnificent Seven'. Op het eerste gezicht zal het beleid van de nieuwe regering in Washington resoluut gericht zijn op groei en steun voor bedrijven. Bijgevolg zou de combinatie van een effectief beleid aan de aanbodzijde en een bredere inzet van AI de winsten sneller kunnen doen stijgen. Alleen een onverwachte schok lijkt de baan van de "Corporate America" raket te kunnen afremmen. In deze context is het riskant om in te zetten op de Amerikaanse aandelenmarkt, zelfs als de risico's van een opflakking van de inflatie niet kunnen worden uitgesloten. Denk aan mogelijke begrotingsontsporing, migratiebeleid, handelsoorlog. We geven daarom de voorkeur aan diversificatie om portefeuilles samen te stellen die in staat zijn om volatilitéitsschokken op te vangen.

Is er geen heil te vinden buiten de Verenigde Staten? De afgelopen jaren bleven de Amerikaanse markten wereldwijd spaargeld aantrekken, ten koste van met name de Europese en Chinese markten. De welbekende redenen waarom beleggers hun interesse in continenten verliezen midden in een economische malaise hoeven we niet te herhalen. Maar aan alles hangt een prijskaartje. **Veel van Europa's meest geïnternationaliseerde bedrijven, met een solide basis van productiemiddelen in de Verenigde Staten (een bescherming tegen een mogelijke handelsoorlog), steken gunstig af bij hun Amerikaanse concurrenten wat betreft financiële prestaties en groeipotentieel.** Beleggers zouden er verkeerd aan doen om Europa van hun radar uit te sluiten, gewaardeerd op slechts 14 keer de geschatte winst in 2025 (winstgroei naar verwachting +8%), vooral omdat de EU heeft laten zien dat ze in staat is om de rangen te sluiten en effectieve oplossingen te bieden in tijden van crisis. Denk aan de pandemie, oorlog in Oekraïne, energiecrisis, enz. Dat wil niet zeggen dat alles perfect verliep, verre van. De steeds snellere achteruitgang van de Europese industrie vraagt nu om passende en moedige reacties van politieke besluitvormers. **Wat de opkomende landen betreft, blijven de waarderingen over het algemeen aantrekkelijk. Hun beursprestaties zullen echter sterk afhangen van de beslissingen van Donald Trump over invoerrechten, de omvang van het begrotingsstimulusplan van de Chinese regering en een eventueel herstel van de grondstoffenprijzen.**

breed scala aan mogelijkheden bieden voor beleggers, op voorwaarde dat ze trouw blijven aan de twee basisprincipes van het beheer van financiële activa: een strikte berekening van theoretische koersen en optimale diversificatie om de risico's zo goed mogelijk te beheersen.

We hopen dat dit nieuwe jaar u een heel mooi beleggingsrendement zal opleveren. We wensen u het allerbeste toe voor 2025.

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.