

Geschreven op 2 oktober 2024

# MARKTOVERZICHT OKTOBER 2024

Door Dominique Marchese, Head of Equities &amp; Fund Manager

## HET NAJAAR IS ONDER EEN BETER GESTERENTE BEGONNEN

Beleggers waren ongerust over september; sommigen aarzelden niet om een eerder somber scenario voor de Amerikaanse economie (recessie) te schetsen. Ze benadrukten de waardering van aandelen die niet in verhouding stond tot de verwachte winstgroei. Uiteindelijk bleek de angst voor de conjunctuurencyclus overdreven: de versoepeling van de financiële voorwaarden waartoe de belangrijkste centrale banken hebben besloten, gevolgd door de Federal Reserve (Fed) op 18 september, het aanhoudende desinflatieproces geholpen door de daling van de olieprijsen, en ten slotte het enorme stimuleringsplan dat Beijing voorlegde, hebben de groei van de wereldeconomie aangezwengeld tot ongeveer 3%. Het vraagstuk van de aandelenwaardering heeft vooral te maken met de impact van de revolutie op het vlak van artificiële intelligentie (AI) op de potentiële groei van de economie (productiviteitswinst).

### BASISSCENARIO BEVESTIGD

In onze vorige maandelijkse newsletter legden we uit waarom we het basisscenario van een zachte landing voor de Amerikaanse economie (*soft landing*) niet in twijfel trokken en waarom we de vrees voor de wereldwijde cyclus die de markten begin augustus uitten, overdreven vonden. Het consumptiegedrag in de VS is weliswaar aan het afkoelen (de arbeidsmarkt is evenwichtiger geworden en het spaaroverschot dat tijdens de pandemie werd opgebouwd, is nu opgebruikt), maar dankzij de hoge winstgevendheid van de bedrijven hoeven ze niet meteen banen te schrappen of investeringen terug te schroeven. Bovendien verbeterde de aanhoudende desinflatie het reële inkomen van huishoudens (na inflatie). We zien tevens dat de stijging van de werkloosheid in de Verenigde Staten, vanaf een dieptepunt, eerder een gevolg is van de toename van de beroepsbevolking, voornamelijk als gevolg van immigratie (netto-instroom: 3,1 miljoen mensen in 2023 volgens schattingen van *het Congressional Budget Office*), dan de weerspiegeling van een vernietigingscyclus van banen.

**We zetten ook nog eens de productiviteitsstijgingen en arbeidskosten per eenheid product in de verf, die verenigbaar zijn met een trendmatige inflatie van bijna 2%.** Hoewel de Amerikaanse verkiezingen van 5 november de economische onzekerheid aanwakkeren, is moet men beseffen dat de vernieuwing van het volledige Huis van Afgevaardigden en een derde van de Senaat even fundamenteel is als de keuze van de 47e president van de Verenigde Staten. Immers, om zijn fiscale en budgettaire programma te kunnen uitvoeren, moet elke partij een meerderheid hebben in beide huizen van het Congres. Terwijl Kamala Harris een lichte voorsprong lijkt te hebben in de peilingen, lijken de voorspellingen voor beide huizen minder uitgesproken. Voor de Democratische Partij zou het behoud van het Witte Huis zonder controle over de wetgevende macht een budgettair beleid inhouden dat waarschijnlijk minder versoepelend is dan haar programma aankondigt

(1.700 tot 2.000 miljard dollar aan sociale toezeggingen voor de werkende en middenklasse over een periode van tien jaar, volgens schattingen van het *Committee for a Responsible Federal Budget*). **Met andere woorden, het is niet ondenkbaar dat de Amerikaanse verkiezingen uiteindelijk weinig effect zullen hebben op het ondernemingsklimaat en het vertrouwen van de gezinnen**, hoewel het risico bestaat dat sommige steunprogramma's in 2025 aflopen door een gebrek aan politieke consensus, vooral met betrekking tot vroegere maatregelen die onder het presidentschap van Donald Trump werden aangenomen.

Na de aankondiging van de ommezwaai tijdens het symposium voor centrale bankiers in Jackson Hole afgelopen augustus, besloot de Fed uiteindelijk om het monetaire beleid met 50 basispunten (-0,5%) te versoepelen, in lijn met haar dubbele mandaat om prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid te garanderen. Volgens de prognoses van de Amerikaanse centrale bank voor eind 2025 zouden de beleidsrentes sneller dan verwacht naar hun neutraliteitszone convergeren (rond 3% in vergelijking met een bandbreedte van 4,75%-5% voor de *Fed funds rates* vandaag), terwijl de inflatie 2,1% zou bereiken, een niveau dat zeer dicht bij de doelstelling ligt. **Vergeet ook niet dat de reële langetermijnrente de afgelopen maanden sterk is gedaald in dollartermen** (de reële 10-jaars staatsrente staat op 1,5%, vergeleken met een piek van 2,3% in april vorig jaar en bijna 2,6% in het najaar van 2023), wat een positieve ondersteuning biedt voor de economie en de theoretische waardering van long duration activa zoals aandelen, en meer in het bijzonder groeiaandelen.

**In Europa is het herstel dat in de eerste helft van het jaar werd aangekondigd, verpieterd.** Duitsland zit in een industriële recessie

en het ondernemersklimaat in Frankrijk is sterk verslechterd na de politieke crisis in de zomer, terwijl de overheidsfinanciën niet onder controle lijken te zijn (de kleine opleving van het bbp in verband met de Olympische Spelen zal onvermijdelijk worden gevolgd door een krimp in het 4e kwartaal). Hoewel het inflatieprobleem wegebt - de diensten en onderhandelde lonen beginnen te vertragen - verlaagde de Europese Centrale Bank (ECB) op 12 september eindelijk haar beleidsrente met 25 basispunten (depositofaciliteitsrente op 3,5%), unaniem door de Raad van Bestuur, wat benadrukt moet worden: de rampzalige economische prestaties van Duitsland (het bbp stagneert de laatste vijf jaar) hebben de haviken - eeuwige Cassandras als het op inflatie aankomt - overtuigd om de financiële voorwaarden te versoepelen. Zal deze tweede monetaire versoepeling volstaan om de economie op de lange termijn weer aan te zwengelen? Dat is hoogst onzeker (zie hieronder).

Ter afsluiting van ons overzicht van de wereldeconomie heeft China een omvangrijk stimulusprogramma aangekondigd dat de financiële markten heeft wakker geschud. Hoewel het programma, dat monetair en budgettair beleid omvat, de structurele problemen van de Chinese economie niet oplost - en evenmin de problemen met het openbaar bestuur - biedt het niettemin steun aan de geteisterde vastgoedmarkt, versterkt het de groei doelstellingen van Beijing (5%) en neemt het op kortere termijn een aantal onzekerheden weg voor de belangrijkste handelspartners van het land. We denken met name Europese exporteurs die het al enkele kwartalen moeilijk hebben (China is bijvoorbeeld goed voor 6% van de Duitse export). **Dit is een omvangrijk herstelplan:** alleen al de herkapitalisatie van de belangrijkste commerciële banken vertegenwoordigt 0,8% van het bbp.

## DE EUROPESE UNIE: DE ZWAKKE SCHAKEL

Laten we de zwakke schakel in de wereldwijde groei eens nader bekijken: Europa. **De gespierde reactie van de EU-instellingen (Raad, Commissie, Parlement) op de pandemie van 2020-2021 leek een grote beleidsverandering in te luiden**, waarvan de architectuur gebaseerd was op een ambitieus herstelplan van meer dan 750 miljard euro, niet alleen bedoeld om economieën te redden die getroffen waren door herhaalde beperkingen, maar ook om de grondslag te leggen voor meer innovatie en potentiële groei op de lange termijn. We mogen niet vergeten dat het programma de aanleiding was voor een uitzonderlijke uitgifte van gemeenschappelijke schuld, die een wig dreef in het kamp van landen die gekant waren tegen meer federalisme. **Maar de berg baarde een muis. De Europese groei is immers uitgebleven. Een groot deel van de toegewezen fondsen is niet gebruikt door een gebrek aan projecten en competent personeel - de laatste druppel!** Bovendien lijkt de nieuwe Commissie, ondanks de twijfelachtige politieke keuzes die de energiecrisis van 2022 hebben verergerd, het beleid dat de Europese Unie (EU) verder achterop heeft gezet bij de Verenigde Staten en China niet ter discussie te willen stellen. Afgezien van Spanje, dat nu wordt aangedreven door massatoerisme, en Italië, dat profiteert van Europese fondsen, verkeren de twee zwaargewichten Duitsland en Frankrijk in een crisis. Hun leiders tonen zich niet in staat om een decennium van ineffectief Europees beleid aan te vechten in termen van economische resultaten, afgezien van de dereguleringsrichtlijnen die de koopkracht van consumenten hebben ondersteund ten koste van veel sectoren die zijn verzwakt door de globalisering. **Het late besef, tijdens de pandemie, van de noodzaak om de Unie te herindustrialiseren om de soevereiniteit terug te winnen die ze in te veel sectoren was kwijtgeraakt, werd slechts schoorvoetend omgezet in concrete maatregelen.** Het relokalisatieproces wordt tegengehouden door energieprijzen (elektriciteitsprijzen die twee tot drie keer hoger liggen dan in de Verenigde Staten), productiekosten en twee decennia van milieulobby tegen de industrie, die bekend staat om haar vervuilende karakter (Waar zijn de mijnbouwprojecten die essentieel zijn voor de energietransitie en de digitale revolutie)? De EU loopt de grote revolutie van de jaren 2020, namelijk AI, volledig mis door normen boven innovatie te plaatsen, haar grote specialiteit, nadat ze de *cloud* en *big data* al heeft gemist (*hyperscalers* zijn overwegend Amerikaans). Van de vijftig grootste technologiebedrijven ter wereld zijn er slechts vier Europees: 30% van de unicorns (jonge bedrijven met een waarde

van meer dan een miljard dollar) verlaat de EU om naar de Verenigde Staten te verhuizen, waar ze profiteren van een ecosysteem dat bevorderlijk is voor innovatie en bedrijfsvoering.

Het verslag over het concurrentievermogen van Mario Draghi, voormalig voorzitter van de ECB (2011-2019) en van de Italiaanse ministerraad (2021-2022), dat door de Europese politici en Commissievoorzitter Ursula von der Leyen met weinig enthousiasme werd onthaald, is niet anders en benadrukt de dringende noodzaak om de interne markt te voltooiën en de investeringen te stimuleren. Er is immers 800 miljard euro per jaar nodig, wat overeenkomt met 5% van het bbp van de Unie, een duizelingwekkend bedrag waarmee geen politieke consensus kan worden bereikt. Toch is de kloof tussen de economische groei van de EU en die van de rest van de wereld de afgelopen twintig jaar steeds groter geworden. **De productiviteitsgroei is vrijwel nihil, wat 70% van het verschil in bbp per hoofd van de bevolking met de Verenigde Staten verklaart.** Het meest verontrustende element is dat de nieuwe Commissie, waarvan de leden wachten op bevestiging door het Europees Parlement, alleen lijkt te willen handelen op basis van continuïteit, zonder het beleid uit het verleden ter discussie te stellen. De keuze van Dan Jørgensen, een fervent tegenstander van kernenergie, als commissaris voor Energie voorspelt niet veel goeds voor het concurrentievermogen van onze industriële sectoren. **De elektrificatie van de economie, gestimuleerd door decarbonisatie en de wijdverspreide inzet van AI, vereist echter een coherente strategie - om een uitdrukking uit het Draghi-verslag te gebruiken - en technisch passende antwoorden** (Amerikaanse *datacenters* tekenen eerst en vooral contracten met kerncentrales, en niet met producenten van intermitterende energie!) De nieuwe Europese Commissie lijkt niet goed geplaatst te zijn om de industriële achteruitgang van de Unie effectief te bestrijden. Er komen echter steeds meer verontrustende aankondigingen van uitgestelde of afgeblazen projecten, vooral in Duitsland (Intel, Volkswagen en ACC in batterijen, voor de belangrijkste recente aankondigingen). Zal de industriële crisis, verergerd door de energieschok van 2022-2023, als een heilzame catharsis werken? We hopen het allemaal, maar ondertussen moeten we erkennen dat de Europese financiële markten een deel van hun aantrekkingskracht hebben verloren in vergelijking met de rest van de wereld. **Europese aandelen zullen ongetwijfeld terrein blijven verliezen ten opzichte van de Amerikaanse**

aandelenmarkten. Alleen de meest internationale bedrijven, zowel wat betreft hun productiecapaciteit als hun eindmarkten, zullen aan het langste eind trekken. Door de zwakke economische activiteit in de Unie en de weinige voordelen die we kunnen verwachten van de versoepeling van de financiële voorwaarden, de daling van de

olieprijzen (desinflatie en hogere reële gezinsinkomens) en het Chinese herstelplan, mogen we allicht een lichte opleving verwachten in de loop van 2025. Op de langere termijn wordt het Europese project echter duidelijk onder vuur genomen door de verlamming en blindheid van politieke leiders.

## AANDELEN WAARDEREN: HET BELANG VAN AI

Een paar woorden over de waardering van Amerikaanse indices, die veel beleggers terecht zorgen baart. Aangezien beursindices worden samengesteld op basis van marktkapitalisatie, kunnen we de waardering van Amerikaanse en wereldwijde indices niet beoordelen zonder de waardering van de Amerikaanse technologieleiders te vermelden, in het bijzonder de 'Magnificent Seven' (Alphabet, Amazon.com, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia en Tesla). De Verenigde Staten zijn nu goed voor bijna 65% van de belangrijkste index ter wereld, waarbij de vijf grootste beursgenoteerde bedrijven Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet en Amazon.com alleen al goed zijn voor 18%. 40% van de Amerikaanse markt bestaat uit technologie en aanverwante sectoren waarvan de winstgroei volgend jaar naar verwachting meer dan 20% zal bedragen, wat de hoge winstgroeiervwachtingen voor de Amerikaanse aandelenmarkt volgend jaar verklaart, namelijk 15%, ondanks het basisscenario voor een *soft landing*. Als we de technologie sectoren buiten beschouwing laten, is de verwachte winstgroei voor de rest van de markt slechts 11%, wat al redelijker is, ook al denken we dat financiële analisten waarschijnlijk iets te optimistisch zijn als ze uitgaan van een economische vertraging. Toch kunnen we, zoals we al zeiden, dankzij de lage groei van de productiekosten per eenheid uitgaan van blijvend hoge winstmarges.

Bijgevolg komt het vraagstuk van overgewaardeerde indices neer op de vraag of AI al dan niet een doorslaggevende bijdrage levert aan de economie. Volgens een onderzoek van de OESO uit 2021, dat door anderen is bevestigd, zou AI tegen 2030 1% tot 2% extra jaarlijkse economische groei kunnen opleveren, 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 gevolgen zouden dus aanzienlijk zijn. Daarom moet de aandelenbelegger die overtuigd is van de heuse technologische revolutie die AI teweegbrengt en de productiviteitsgroei kan aanjagen en het groeiprofiel van de economie op kruissnelheid verbetert, een langetermijnvisie aannemen (minimaal vijf jaar) en zich niet al te veel zorgen maken over royale, zo niet buitensporige waarderingen. De verwachte koers-winstverhouding van de Amerikaanse markt over twaalf maanden (21,6) is hoger dan het historische gemiddelde over de afgelopen vijf jaar (19,5), maar het verschil is voornamelijk te wijten aan het gewicht van de 'Magnificent Seven'. De waardering van *hyperscalers* weerspiegelt hun cruciale rol in AI. "The winner takes it all", zoals de Amerikanen zeggen: in onze vorige maandelijkse nieuwsbrief hebben we gewezen op de aanzienlijke investeringen die nodig zijn voor de toepassing van AI, wat een enorme toetredingsdrempel vormt voor de technologieleiders, maar waarvan ook de hele waardeketen profiteert - inclusief de energiesector - als onderdeel van een technologische revolutie die zich over vele jaren zal uitspreiden. Het grootste risico voor *hyperscalers* is de regelgeving, zoals blijkt uit de vele rechtszaken die aan beide kanten van de Atlantische Oceaan zijn aangespannen tegen dominante posities. **We benadrukken daarom dat de portefeuilles gediversifieerder moeten zijn in vergelijking met ultrageconcentreerde indices - en dus risicovoller in absolute termen - en richten ons op sectoren die direct profiteren van de AI-revolutie:** leveranciers van elektrische apparatuur voor datacenters, halfgeleiders, elektriciteitsproducenten, data-infrastructuren, enz. die nog steeds redelijke waarderingen bieden.

## CONCLUSIE

Afgezien van de geopolitieke achtergrond, die onrustwekkend blijft (Oekraïne, escalatie in het Midden-Oosten), was de nieuwsgroei van economische gebeurtenissen in september eerder gunstig voor de financiële markten: wijdverspreide monetaire versoepeling (behalve in Japan), een afname van de overdreven angst voor de Amerikaanse economische cyclus, het stimuleringsplan van Peking dat de Aziatische markten wakker schudt en, als kers op de taart, de dalende olieprijs die het desinflatieproces aanwakkeren en koperslanden bevoordelen. Voor de Europese Unie wordt een somberder beeld geschilderd, waar haar twee zwaargewichten, Frankrijk

en Duitsland, in crisis verkeren, waarbij eerstgenoemde de controle over de overheidsfinanciën verliest en laatstgenoemde het mercantilistische model in twijfel trekt. We durven echter hopen op een cyclische opleving volgend jaar dankzij het positieve effect van de desinflatie op de reële inkomens van huishoudens en de versoepeling van de financiële voorwaarden.

Om door deze oceaan van onzekerheid en kansen te navigeren, blijft optimale portefeuillediversificatie essentieel.

---

## DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is geproduceerd en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is bedoeld om de beheersactiviteiten van Pure Capital S.A. weer te geven. (hierna "Pure Capital") en om informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en mogen niet worden gereproduceerd of gedistribueerd aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen.

Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als een publicitaire mededeling. Hoewel deze inhoud niet onderworpen is aan een verbod op gebruik voorafgaand aan de verspreiding (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om er winst uit te halen.

Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarlijks verslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital" genoemd) (tel: +352 26 39 86) of door de website [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu) te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital is er niet verantwoordelijk voor.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen variëren in de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktontwikkeling. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan hij heeft geïnvesteerd.

Uw rekeninghouder kan u jaarlijkse bewaargevingskosten in rekening brengen. Zij verschillen van instelling tot instelling. Als u wilt weten wat dat zijn, vraag het dan.

**Dit document wordt u ter beschikking gesteld met dien verstande dat het niet de primaire basis voor uw belegging vormt. Elke investering moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed geïnformeerde beslissing.**