



Brief van de Beheerders 4de Kwartaal 2023

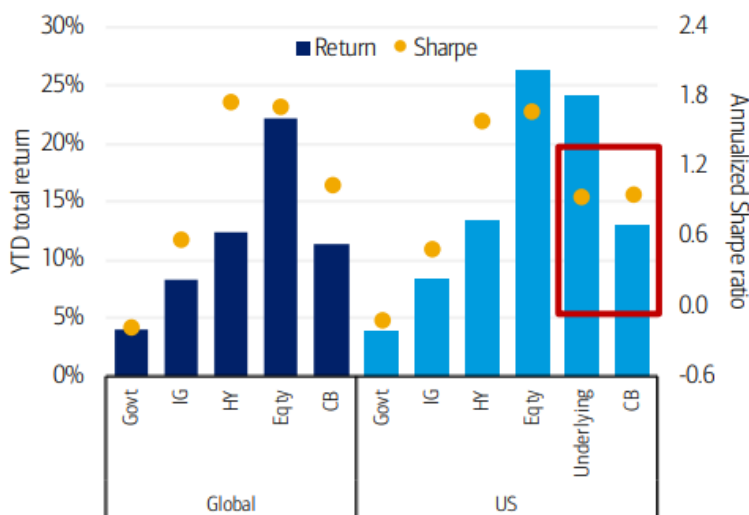
Jacques Berghmans en Félix Berghmans

Economische en beursconjunctuur

Twaalf maanden geleden verkeerden de meeste beleggers in shock door de inflatie in het Westen die opnieuw naar meer dan 10% was gestegen, door een historische daling van de veronderstelde ‘veilige’ obligatiemarkt, doordat in Europa een oorlog en een zware energiecrisis waren losgebarsten en door nogal slechte prestaties van de aandelenmarkten op de meeste wereldbeurzen. Bij TreeTop hebben wij in de loop der jaren al meerdere crisissen meegemaakt wat ons telkens aangetoond heeft dat de wereldwijde aandelenmarkten weliswaar fors reageren op korte termijn, maar gecorrigeerd voor de inflatie een uitstekend rendement bieden op de lange termijn. Het doet ons plezier te kunnen melden dat ons vertrouwen in 2023 terecht is gebleken. Wereldwijde aandelen presteerden beter dan zowat alle andere beleggingsklassen (staatsobligaties én bedrijfsobligaties, zowel hoogrentende als het segment van beleggingskwaliteit), aangevoerd door een ijzersterke Amerikaanse aandelenmarkt.

Exhibit 12: Cross-asset performance and Sharpe ratios

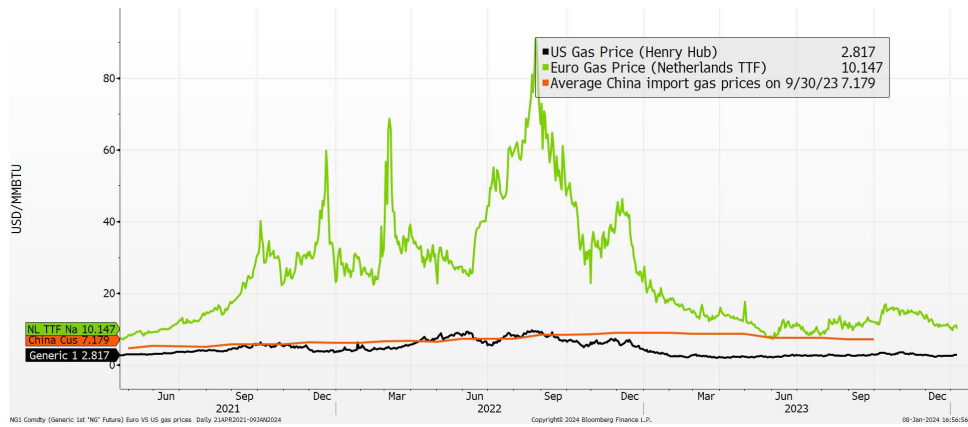
Though they underperformed broad market stocks and HY bonds, CBs led IG and government bonds on both an absolute and risk-adjusted basis in 2023



Source: BofA Global Research, ICE Data Indices, LLC. Data as of 31-Dec-2023.

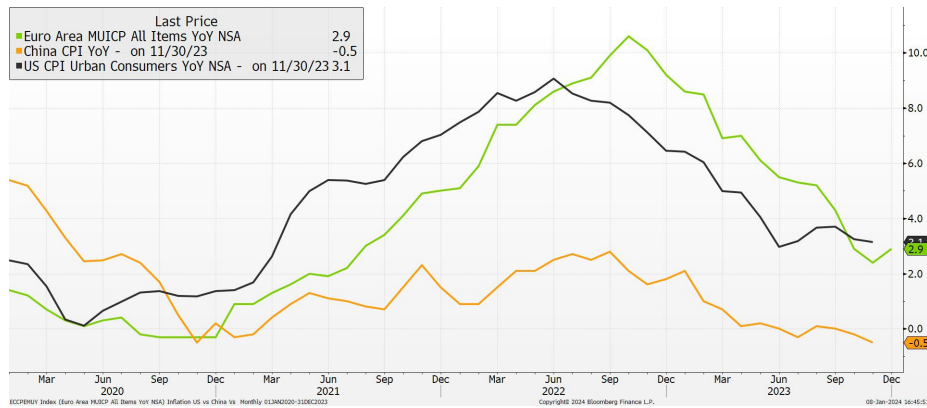
BofA GLOBAL RESEARCH

Terwijl 2022 vooral in het teken stond van de verschrikkelijke invasie van Oekraïne door Rusland en de verregaande economische en financiële gevolgen daarvan, bracht 2023 veel positiever nieuws: de inflatie daalde, de rente stabiliseerde wereldwijd en de energiecrisis in Europa ebde geleidelijk weg. Een van de grote economische problemen in 2022 waren de exploderende energieprijzen op het oude continent, die, zoals onderstaande grafiek aantoont het levensonderhoud er snel duurder maakten. Gelukkig begonnen de Europese aardgasprijzen eind 2022 te dalen en zijn ze sindsdien relatief stabiel gebleven. Dat is te danken aan de grote inspanningen die de Europese huishoudens, bedrijven en overheden zich getroost hebben om de vraag terug te dringen en alternatieve energiebronnen aan te boren. Die hebben de Europese energiemarkt structureel verbeterd en bieden hoop op stabiliteit in de toekomst.



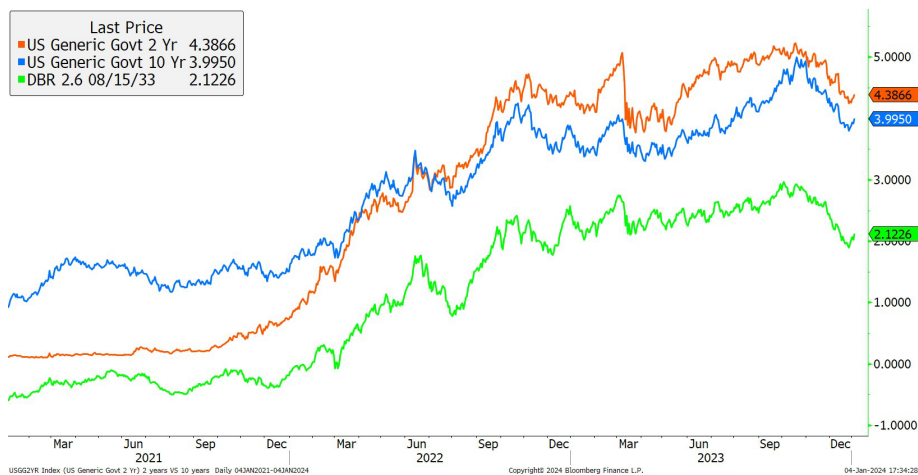
Figuur 1 – Aardgasrijzen in Europa (groen), de Verenigde Staten (zwart) en China (oranje) – Bron: Bloomberg

De snel stijgende energiekosten leidden tot de hoogste inflatie sinds de invoering van de euro. In september 2022 brak de inflatie in de eurozone voor het eerst door de grens van 10% (in het groen in onderstaande grafiek). Een vergelijkbare inflatieopstoot in de VS (in het zwart) hield deels verband met hogere energieprijzen, maar was toch vooral het gevolg van het bijzonder agressieve monetaire en begrotingsbeleid dat werd gevoerd na de coronapandemie alsook door knelpunten binnen de toevokerketens. In tegenstelling tot de Westerse economieën bleven de prijsstijgingen in China bijzonder bescheiden en kent nu zelfs deflatie – de afgelopen maanden is de CPI (consumptieprijsindex) er negatief (in het oranje).



Figuur 2 – Inflatie (CPI) in Europa (groen), de VS (zwart) en China (oranje) – Bron: Bloomberg

De voorthollende inflatie betekende ook het einde van het ‘gratis geld’ in de Westerse economieën. De Amerikaanse Federal Reserve (de ‘Fed’) en de Europese Centrale Bank (de ‘ECB’) trokken in sneltempo de referentierentes op. Daardoor liep de korte rente in de VS (hieronder in het oranje) ook heel snel op, gevolgd door de lange rente in de VS (in het blauw) en Europa (in het groen), een beweging die pas in de afgelopen maanden stabiliseerde.



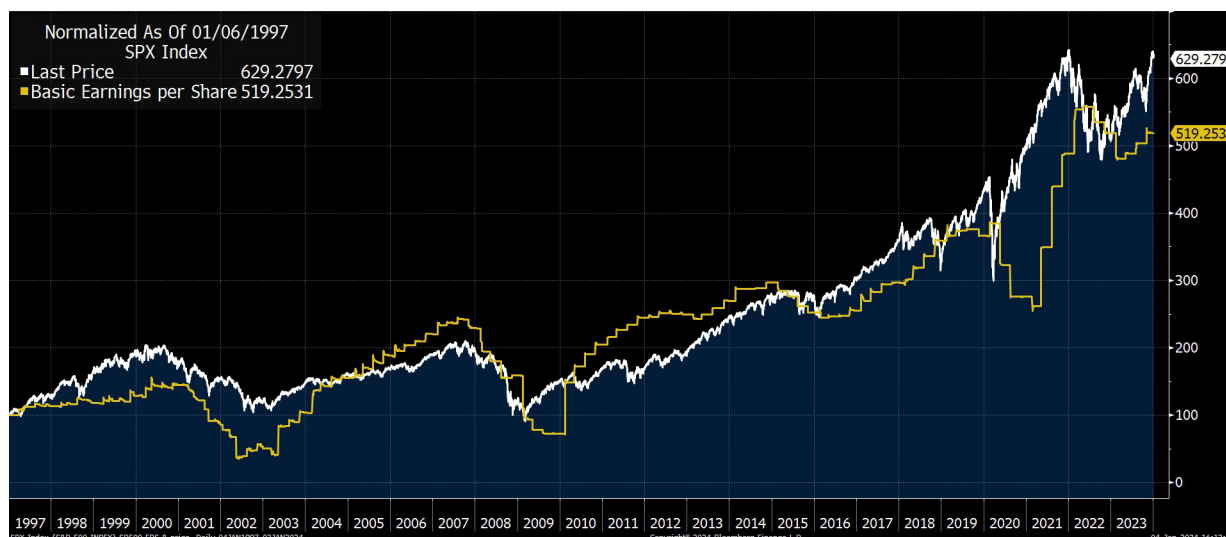
Figuur 3 – Amerikaanse korte (oranje) en lange (blauw) rente tegenover de rente op tienjarige Duitse staatsobligaties (groen) – Bron: Bloomberg

Dat het tijdperk van ‘gratis geld’ ten einde kwam, had dramatische gevolgen voor financiële activa, in het bijzonder vastrentende effecten (schuldinstrumenten en bedrijfsobligaties) en vastgoed. Een positieve verrassing in dat sombere klimaat was dat de **bedrijfswinsten wereldwijd goed standhielden**. Terwijl de wereldwijde aandelenmarkt (hieronder in het wit) tussen de piek begin 2022 en de bodem zes maanden later zowat 25% prijs gaf, zijn de wereldwijde bedrijfswinsten (in het geel) in 2022 verder gestegen en de afgelopen 18 maanden stabiel gebleven. Dat de bedrijfswinsten op peil zijn gebleven en de rente gestabiliseerd is, vormde de brandstof voor het sterke herstel van de markt in 2023.

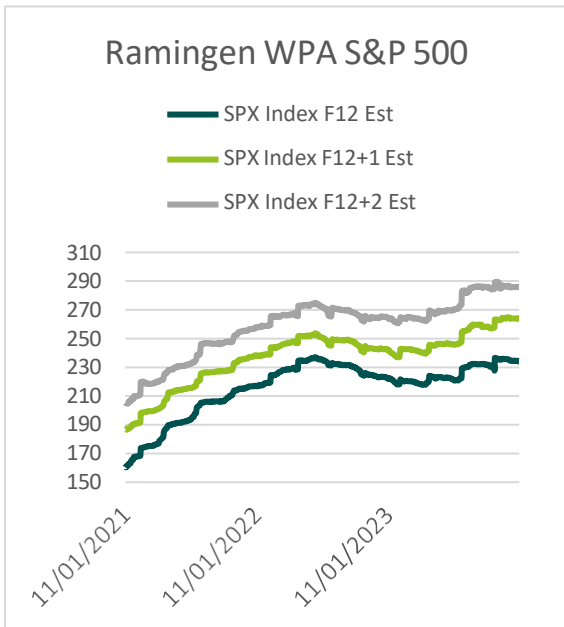


Figuur 4 – Wereldwijde aandelenmarkten (wit) tegenover Wereldwijde bedrijfswinsten (geel) – Bron: Bloomberg

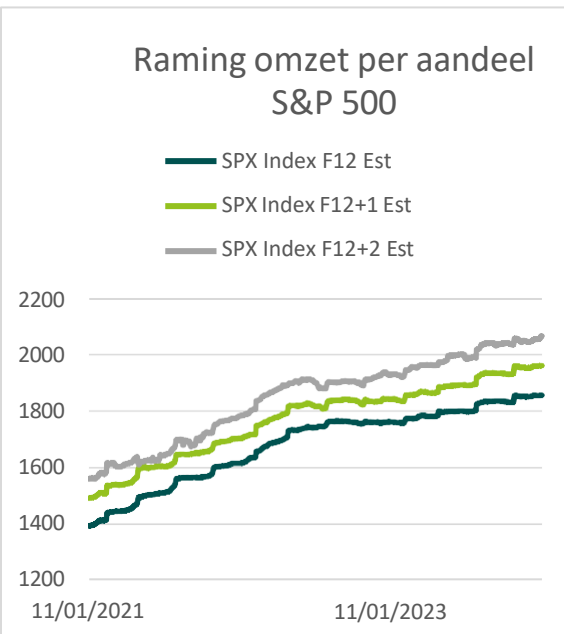
De Amerikaanse markt veerde zelfs sterker op dan de wereldwijde aandelenmarkt en de S&P 500 noteert nu dicht tegen zijn hoogste niveau aller tijden (witte lijn hieronder). Net zoals bij wereldwijde aandelen is het herstelvooral toe te schrijven aan de bedrijfswinsten (WPA of winst per aandeel S&P 500 hieronder in het geel) en gebaseerd op de kerncijfers. Een voor beleggers bijzonder aantrekkelijke eigenschap van de Amerikaanse aandelenmarkt is dat hij de winst per aandeel regelmatig weet te verdubbelen. De afgelopen vijftientig jaar verdubbelde in de S&P 500 de WPA twee keer : tussen 1997 en 2006 en daarna tussen 2006 en 2020. De internetzeepbel in 2000, de financiële wereldcrisis in 2008 en de pandemie in 2020 leidden tot tijdelijke winstdalingen en volatiele markten, maar het structurele vermogen van de markt om WPA te realiseren bleef intact.



Figuur 5 – S&P 500 (wit) tegenover Winst per aandeel S&P 500 (geel) – Bron: Bloomberg



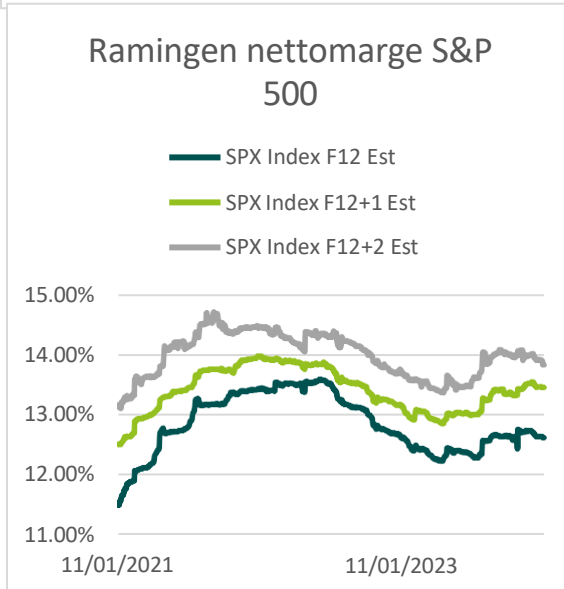
Zoals financieel adviseurs graag in herinnering brengen, is het verleden niet noodzakelijkerwijs representatief voor de toekomst. Dat we de jongste jaren forse winstgroei hebben gezien, betekent niet dat die ook de komende jaren van de partij zal zijn. Gelukkig voor aandelenbeleggers zijn de verwachtingen ten aanzien van de winstgroei in de S&P 500, de belangrijkste motor van het rendement van wereldwijde aandelen, recent aangetrokken. De grafiek links toont de consensusverwachting onder analisten voor de komende drie jaar. In het donkergroen zien we wat analisten verwachten voor 2024, in het lichtgroen voor 2025 en in het grijs voor 2026. Meer nog dan de absolute cijfers is de evolutie van die ramingen van belang. Een snelle stijging van de consensusramingen gaat meestal gepaard met positieve evolutie van de markt, terwijl stagnerende of dalende verwachtingen doorgaans negatief zijn voor de markten. In 2022 stagneerden ze en ging de markt achteruit, terwijl in 2023 en vooral 2021 een snelle stijging van de ramingen resulteerde in positievere rendementen.



Om meer inzicht te krijgen in de WPA (winst per aandeel), kunnen we twee factoren bekijken: de omzet per aandeel (middelste grafiek) en de nettomarges (laatste grafiek).

$$WPA = \text{Omzet per aandeel} \times \text{nettomarge}$$

Deze grafieken laten zien dat de stagnerende bedrijfswinsten vanaf eind 2022 vooral voortvloeiden uit druk op de marges en in mindere mate uit langzamere groei van de omzet. De door analisten geraamde nettomarges in de S&P 500 daalden van 13,5% in juni 2022 naar 12,2% alvorens te stabiliseren en langzaam weer op te klimmen (donkergroene lijn in de laatste grafiek). Die druk op de marges viel samen met de versnelling van de inflatie en de opflakkerende rente. Sinds de macro-economische situatie is gestabiliseerd, trekken de margeverwachtingen opnieuw weer aan, al blijven ze onder de piek van 2021.



Wij hebben geen glazen bol en gebeurtenissen zoals de inval in Oekraïne of een pandemie zijn van nature onvoorspelbaar. Het managementteam van een beursgenoteerd bedrijf zal er echter – zeker in de VS – altijd naar streven om op middellange tot lange termijn de winst van het bedrijf te laten aangroeien¹. In tegenstelling tot de vaste rente op een obligatie, groeien de bedrijfswinsten ook vanzelf aan door de inflatie. Voor geduldige beleggers resulteert dat uiteindelijk normaliter in een mooi rendement¹.

Bij TreeTop geloven wij nu al enkele decennia in de kracht van wereldwijde aandelen. Op korte termijn zal er altijd behoorlijk wat volatiliteit zijn omdat iedereen probeert in te schatten wat er in de komende twaalf maanden zal gebeuren. Op langere termijn vlakt het rendement echter uit en wij hopen dat 2024 een even goed jaar wordt als 2023.

Figuren 6, 7 en 8 – Ramingen S&P 500 – Bron: Bloomberg

¹ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

Onze overtuigingen

Onze eerste overtuiging bij TreeTop is dat we **wereldwijd** naar de beste beleggingskansen moeten speuren. Als een van mijn eerste beleggingen kocht ik Japanse obligaties in de jaren 1970, waarop in de jaren 1980 een gouden tijd voor Japanse converteerbare obligaties volgde. In mijn twintig jaar bij Merrill Lynch belegde ik voor klanten en voor mezelf in Amerikaanse hefboomfondsen, Amerikaanse technologieaandelen, Zuid-Koreaanse conglomeraten en opkomende markten. Terugblikkend op die veertig jaar van beleggen kan ik zeggen dat mijn tweede overtuiging is **dat je flexibel moet zijn en je snel moet kunnen aanpassen aan nieuwe situaties**. Japanse activa waren in het eerste decennium van mijn loopbaan enorm in trek en vielen later compleet uit de gratie. Nadien volgde de Icarusvlucht van Amerikaanse internetbedrijven. De jaren 2000 waren het decennium van de opkomende markten, gevolgd door een tweede boom in de Amerikaanse technologiesector.

Ook de manier waarop mensen beleggen is drastisch veranderd. Toen ik in deze branche begon, schreef ik een paar tientallen bedrijven aan om hun jaarverslag en officiële communicatie op te vragen. Al snel had ik in mijn ouderlijk huis een kamer vol en moest ik al die bedrijven opnieuw aanschrijven om hen te vragen mij niet langer letterlijk tonnen papier te sturen. Informatie was destijds beperkt, terwijl we vandaag kampen met een overdaad aan informatie. In de jaren 1980 betekende diversificatie dat je een paar aandelen buiten de Bel 20 aanhield, terwijl vandaag iedereen via een tracker in een handomdraai kan beleggen in de hele wereldwijde aandelenmarkt. We hebben bij TreeTop altijd geprobeerd om met onze tijd mee te gaan en zullen dat blijven doen. We zijn begonnen met enkele **actief beheerde fondsen op basis van sterke overtuigingen**, voegden daar later een **passief beheerd wereldwijd aandelenfonds** aan toe en introduceerden twee jaar geleden ook **kwantitatieve strategieën**. In mijn vorige nieuwsbrief heb ik die evolutie uitvoeriger besproken en de voor- en nadelen van elke strategie belicht. Nu is de tijd gekomen om te kijken hoe die strategieën in 2023 gepresteerd hebben. Goed nieuws is alvast dat in tegenstelling tot in 2022, toen maar een of twee van onze producten winst boekten, in 2023 al onze strategieën een positief resultaat hebben behaald.

Onze passieve strategieën, met name deze die ESG-criteria toepassen, versloegen de wereldwijde indices, omdat zij sterk zijn blootgesteld aan de Amerikaanse technologiesector. Onze andere strategieën deden het allemaal goed, maar waren meestal onderwogen in de zogeheten 'Magnificent Seven', de zeven grote Amerikaanse megacaps (Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft, Meta, NVIDIA en Tesla) en bleven wat achter bij de wereldwijde aandelenindices. De jongste jaren en zeker in 2023 is de prestatie van de wereldwijde aandelenmarkt meer geconcentreerd, met steeds minder aandelen en wereldwijde rendementen grotendeels aangevoerd door Amerikaanse aandelen. In 2022 sputterde die motor een eerste keer. Dat jaar veroorzaakte de stijging van de rente een bloedbad in de Nasdaq en gingen sommige megacaps aandelen meer dan 50% achteruit. Omdat we ons wat ongemakkelijk voelden bij de hoge waarderingen van de Amerikaanse technologiesector en 'groeibeleggingen' in het algemeen, introduceerden we in 2021 enkele kwantitatieve waardestrategieën, die ons in de twaalf maanden daarop flink geholpen hebben. Begin 2024 ogen sommige grote bedrijven opnieuw heel duur en prediken wij voorzichtigheid. Als tegenwicht voor de zwaargewichten uit de Amerikaanse technologiesector richten onze **actieve strategieën** de blik op de opkomende markten, converteerbare obligaties, dynamische middelgrote Europese bedrijven en sterk groeiende midcaps uit de hele wereld. Onze **kwantitatieve systemische strategie** richt zich op S&P 500 componenten met een hoog rendement op de vrije kasstroom, wat wijst op bedrijven die goedkoop zijn en op grote schaal eigen aandelen inkopen, en waarvan het management de aandelen dus ondergewaardeerd vindt.

Onze kwantitatieve strategie volgt voortaan volledig de **S&P 500 US Buyback Free Cash Flow Index**. Het rendement was goed, maar niet uitstekend. Sinds de start van de strategie heeft het belegd in meer dan 60 bedrijven en kwamen de drie grootste bijdragen van de Amerikaanse chipontwikkelaar **INTEL**, de grote Amerikaanse fabrikant van telecommunicatieapparatuur **BROADCOM** en **EXPEDIA**, een portaalsite voor toeristen. De strategie staat niet afkerig tegenover Amerikaanse technologiebedrijven, maar belegt er alleen in wanneer zij ondergewaardeerd zijn. Afgelopen jaar had de strategie zelfs **META (het vroegere Facebook)** in portefeuille, omdat dat eind 2022 bijzonder goedkoop was en een heel aantrekkelijke relatieve waarde bood. Managementteams die eigen aandelen inkopen, slaan echter ook wel eens de bal mis. Het Amerikaanse farmabedrijf **PFIZER** bleef helaas op drift en drukte ons totaal rendement, net als **WALGREENS BOOTS ALLIANCE**,

een grote apothekersketen in de VS.

Globaal genomen zijn wij echter tevreden over de snelheid waarmee deze strategie haar posities aanpast om relatieve waarde te vinden. Zij focust ook op heel grote bedrijven, waardoor ze wellicht van zware ongelukken gespaard zou moeten blijven. Tot slot zijn wij er steeds meer van overtuigd dat managementteams zich in een steeds complexere wereld moeten concentreren op waar zij het meest mee vertrouwd zijn. Wij hebben veel liever dat bedrijven kapitaal uitkeren aan hun aandeelhouders, die daarmee vervolgens op zoek kunnen gaan naar de beste kansen, dan dat zij gaan diversifiëren of overinvesteren in hun activiteiten.

Wij wensen u het allerbeste voor 2024. Het TreeTop-team staat paraat om uw eventuele vragen te beantwoorden.

De informatie in dit document is louter bedoeld ter algemene informatie en houdt geen rekening met de beleggingsdoelstellingen, de financiële situatie of de specifieke behoeften van een belegger. Dit document mag niet worden overgemaakt aan een Amerikaanse belegger (zoals gedefinieerd in de Amerikaanse regelgeving). Dit document is gebaseerd op de bronnen die TreeTop Asset Management SA (de "Vennootschap") als betrouwbaar beschouwt en die de standpunten weerspiegelen van de beheerders van de Vennootschap. Dit document, dat uitsluitend ter informatie wordt meegedeeld, vormt geen beleggingsadvies noch een productenaanbod. De informatie in dit document kan te allen tijde en zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De Vennootschap neemt geen enkele rechtstreekse of onrechtstreekse verantwoordelijkheid op voor het gebruik van de informatie in dit document. Dit document mag niet zonder de voorafgaande toestemming van de Vennootschap worden gekopieerd, gereproduceerd, gewijzigd, vertaald of overgedragen aan een persoon of een entiteit in een land waarin de Vennootschap of zijn producten onderworpen zouden zijn aan registratieverplichtingen of waarin een dergelijke verspreiding verboden zou zijn of illegaal zou worden geacht. De gegevens die de evoluties en de rendementen uit het verleden voorstellen, garanderen geen toekomstige evoluties of rendementen.

Gegevens en informatie per 29 december 2023

Uitgegeven door TreeTop Asset Management SA, Beheervenootschap van ICB's in de zin van hoofdstuk 15 van de wet van 17 december 2010 - Maatschappelijke zetel te 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg.
