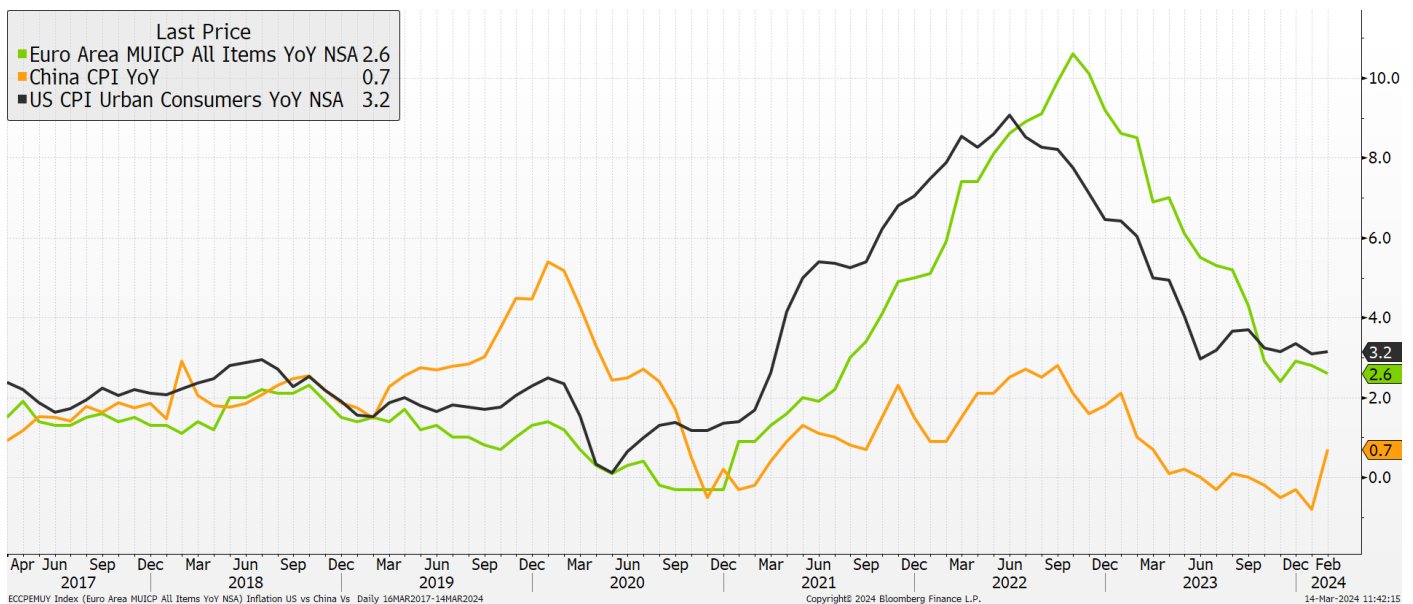


Economische en beursconjunctuur

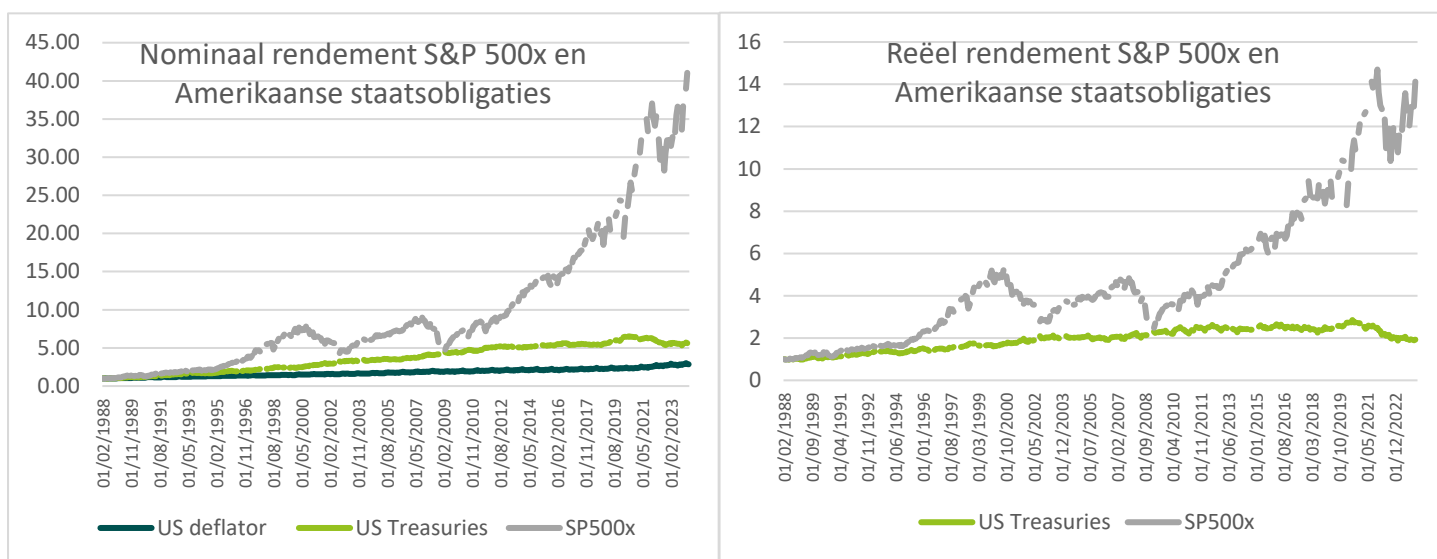
Terwijl we deze nieuwsbrief schrijven, zitten een aantal economen en financiële specialisten gespannen te wachten op de inflatiecijfers in de Verenigde Staten. Bij TreeTop besteden wij niet al te veel aandacht aan economische kortetermijnindicatoren, ook al wijzen deze cijfers ons als langetermijnbeleggers wel nogmaals op het belang van de inflatie. De afgelopen twaalf maanden is die in de Verenigde Staten (in onderstaande grafiek in het zwart) en Europa (in het groen) gelukkig fors gedaald. Dat is uitstekend nieuws, want een opstoot van inflatie zoals we die in 2022 zagen, brengt vaak een loon-prijsspiraal op gang doordat stijgende prijzen tot hogere looneisen leiden, die weer nieuwe prijsverhogingen veroorzaken. Gelukkig hebben de bijzonder agressieve renteverhogingen door de centrale banken in Europa en Amerika en de lagere energieprijzen in Europa ditmaal de inflatie gekortwiekt vóór zo'n beweging op gang kon komen.



Figuur 1 – Inflatie (CPI) in Europa (groen), de VS (zwart) en China (oranje) – Bron: Bloomberg

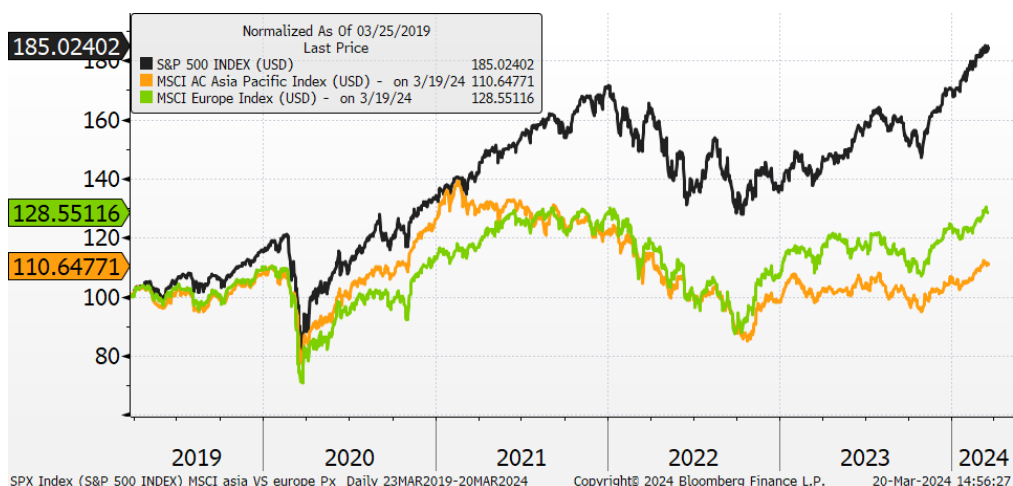
Wie op lange termijn belegt, kan niet om de inflatie heen. Twee tot drie procent koopkrachtverlies per jaar kan over kortere periodes weinig lijken, maar over een langere tijdspanne is de impact aanzienlijk. Een van de belangrijkste functies van beleggen is uiteindelijk toch om de koopkracht van ons zuurverdiende spaargeld te 'vrijwaren'. Eén Amerikaanse dollar uit 1988 is vandaag nog slechts 35 cent waard en heeft dus minder dan de helft van zijn oorspronkelijke koopkracht behouden. Dat is dan nog het verlies aan waarde in een land en een tijdvak waarin de inflatie goed onder controle was – een Braziliaanse real uit 1988, bijvoorbeeld, heeft vandaag helemaal geen reële waarde meer. Onderstaande grafieken tonen de enorme invloed van de inflatie op lange termijn. In nominale termen zouden beleggers sinds 1988 veertigmaal hun oorspronkelijke belegging in de Amerikaanse aandelenmarkt (S&P 500 Total Return) en ruim vijfmaal hun belegging in Amerikaanse staatsobligaties (US Treasury Index, LUATTRUU Index)

hebben terugverdiend. Na correctie voor inflatie oogt het plaatje echter minder rooskleurig en komt het reële rendement van de Amerikaanse aandelenmarkt uit op veertienmaal de inleg en dat van Amerikaanse staatsobligaties op tweemaal de inleg. Over een korte periode met hoge inflatie kan de impact zelfs nog groter zijn. In reële termen noteert de Amerikaanse aandelenmarkt nog steeds onder zijn piek van 2021 en gecorrigeerd voor inflatie hebben beleggers in staatsobligaties al sinds 2003 niets meer verdiend!



Figuren 2 en 3 – Nominaal en reëel rendement van de S&P 500 en Amerikaanse staatsobligaties sinds 1988 – Bron: Bloomberg

Stijgende inflatie heeft ook wereldwijd een invloed op de rente en de waardering van financiële activa. De voornaamste functie van centrale banken in Amerika, Europa of Azië is vandaag om prijsverhogingen binnen de perken te houden. Dat doen ze in de eerste plaats door het niveau van de kortetermijnrente te bepalen. De voorbij drie jaar zijn een schoolvoorbeeld van wat er gebeurt wanneer centrale banken worden geconfronteerd met een plotse opstoot van inflatie en de gevolgen daarvan voor de financiële markten. Toen de inflatie in 2022 de hoogte in schoot, trokken centrale banken wereldwijd agressief de rente op. Dat had gevolgen voor alle activa, van aandelen tot obligaties en vastgoed. In 2023 stabiliseerden de inflatie en de rente en veerden de aandelenmarkten wereldwijd sterk op, terwijl van de meeste andere activa louter de val gestuit werd (zie wat dat betreft onze vorige nieuwsbrief). In de eerste drie maanden van 2024 hebben onder impuls van een stabiele wereldeconomie, redelijke inflatie en de bloeiende Amerikaanse technologiesector, aangejaagd door de opmars van artificiële intelligentie, aandelen uitstekend gepresteerd, met de VS als duidelijke gangmaker (hieronder in het zwart)¹.

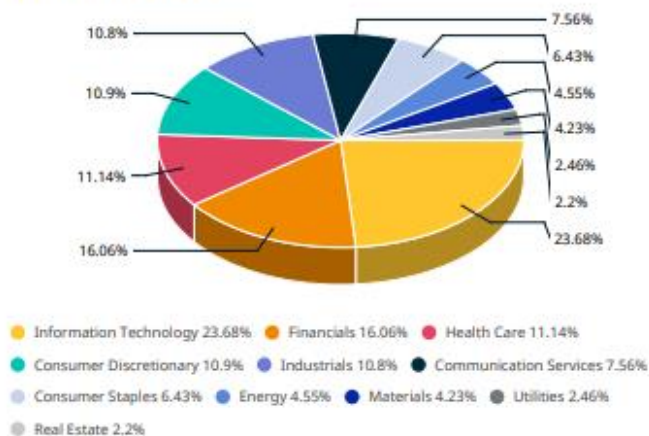


Figuur 4 – Ontwikkeling van de aandelenmarkten in de VS (zwart), Azië (oranje) en Europa (groen) - Bron: Bloomberg

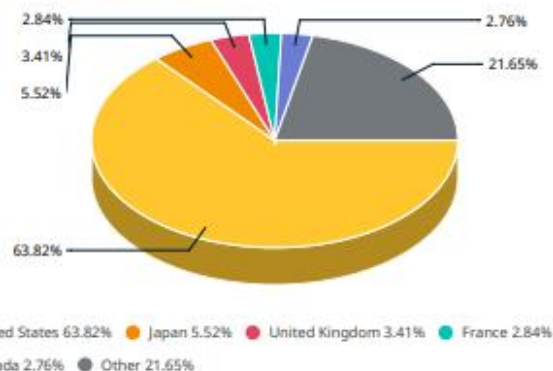
¹ Prestaties uit het verleden vormen in geen geval een garantie voor toekomstige prestaties.

Na jaren van bovengemiddelde prestaties maken Amerikaanse aandelen nu het merendeel van de wereldwijde aandelenmarkt uit. In maart 2024 bestond de MSCI All Countries World Index (ACWI), de populairste graadmeter van de wereldwijde aandelenmarkt, die volgens aanbieder MSCI "85% van de aandelen ter wereld en 70 biljoen USD marktkapitalisatie" vertegenwoordigt, voor bijna 64% uit Amerikaanse bedrijven. De nummer twee in de ranglijst, Japan, is maar goed voor iets meer dan 5% van de markt.

SECTOR WEIGHTS



COUNTRY WEIGHTS

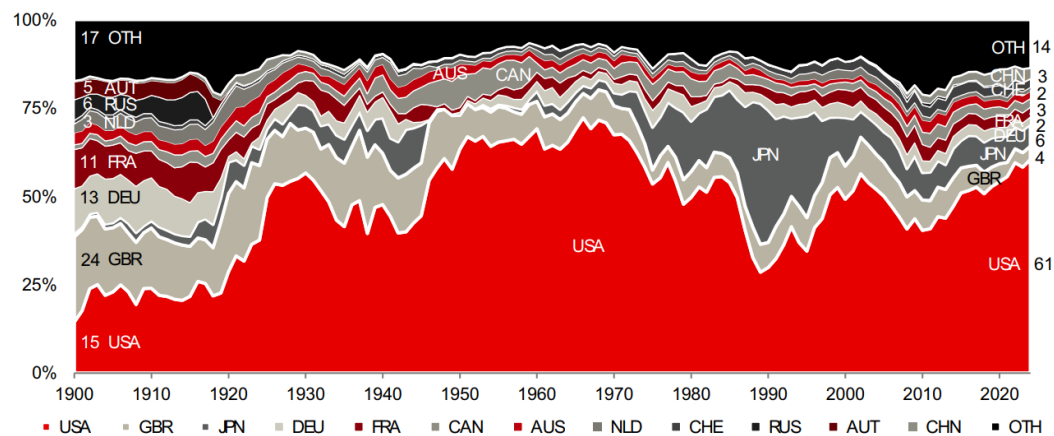


Figuur 5 – Gewicht van sectoren en landen in de MSCI ACWI per maart 2024 – Bron: MSCI

Dit gezegd zijnde, maken Amerikaanse aandelen echter al sinds het begin van de twintigste eeuw een aanzienlijk deel van de wereldwijde aandelenmarkt uit. Paul Marsh, Mark Staunton (professoren aan de London Business School) en Elroy Dimson (professor in Cambridge) actualiseren ieder jaar een 'Investment Yearbook', waarin zij het financiële rendement van alle activaklassen en regio's bijhouden. In hun recentste studie wijzen zij op het belang van de Amerikaanse markten sinds het einde van de Eerste Wereldoorlog. Zoals onderstaande grafiek toont, was er alleen een korte periode eind de jaren tachtig, begin de jaren negentig waarin Japan gemeten naar marktkapitalisatie de grootste markt ter wereld was. Die duurde niet lang, want in de jaren negentig deed de Japanse markt het afschuwelijk, terwijl Amerikaanse aandelen uitstekend presteerden door de opkomst van de Amerikaanse technologiesector².

Figuur 3: Ontwikkeling van de aandelenmarkten in de tijd, van eind 1899 tot begin 2024

Figure 3: The evolution of equity markets over time from end-1899 to start-2024



Sources: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, DMS Database 2024 and FTSE Russell All-World Index Series weights (recent years). Not to be reproduced without express written permission from the authors.

UBS Global Investment Returns Yearbook: Summary Edition 2024

² Prestaties uit het verleden vormen in geen geval een garantie voor toekomstige prestaties.

Een ander kenmerk van de recente stierenmarkt is het toenemende belang van extreem grote bedrijven met een enorme marktkapitalisatie. Eind maart 2024 vertegenwoordigden negen Amerikaanse technologiebedrijven bijna 20% van de wereldwijde aandelenmarkt, wat overeenkomt met viermaal de totale marktwaarde van Japanse bedrijven. Die bedrijven noteren meestal met hoge waarderingen, omdat zij de afgelopen jaren een uitzonderlijke winstgroei realiseerden. Zij hebben ook bijzonder solide bedrijfsmodellen en hoge marges. Het gevaar is dat een 'strategische blunder' of economische vertraging voor die reuzen snel dramatische gevolgen kan hebben. Zoals in 2022 is gebleken bij Meta (Facebook) en dit jaar bij Tesla, kan iedere tegenvaller de aandelenkoers een dreun verkopen wanneer de verwachtingen torenhoog zijn. Een positievere insteek is dat die negen bedrijven de levende bewijzen zijn van de dynamiek van het Amerikaanse economische bestel. Velen zijn niet zozeer Amerikaanse, maar gigantische wereldwijde organisaties die een groot deel of zelfs het merendeel van hun inkomsten buiten de Verenigde Staten halen. De meeste van deze bedrijven werden ook opgericht door nieuwbakken ondernemers die gretig de status quo te lijf gaan. Tot slot zijn ze bovendien vaak ontsproten aan het brein van immigranten, zoals Jensen Huang bij NVIDIA (marktleider in computerchips voor AI), Elon Musk bij Tesla en Sergej Brin bij Alphabet-Google.

TOP 10 CONSTITUENTS				
	Country	Float Adj Mkt Cap (EUR Billions)	Index Wt. (%)	Sector
MICROSOFT CORP	US	2,750.52	4.12	Info Tech
APPLE	US	2,332.26	3.49	Info Tech
NVIDIA	US	2,066.48	3.09	Info Tech
AMAZON.COM	US	1,553.38	2.32	Cons Discr
META PLATFORMS A	US	997.96	1.49	Comm Svcs
ALPHABET A	US	827.04	1.24	Comm Svcs
ALPHABET C	US	726.41	1.09	Comm Svcs
LILLY (ELI) & COMPANY	US	581.24	0.87	Health Care
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	TW	555.24	0.83	Info Tech
BROADCOM	US	545.79	0.82	Info Tech
Total		12,936.30	19.36	

Figuur 6 – Tien belangrijkste componenten van de MSCI ACWI per maart 2024 – Bron: MSCI

Zolang de Verenigde Staten een magneet blijven voor de meest getalenteerde ondernemers, die er risicokapitaal in overvloed vinden, houdt de dominantie van de Amerikaanse markt wellicht aan. Toch zullen we bij TreeTop beleggen wereldwijd blijven bekijken, want de afgelopen decennia hebben ook een aantal Aziatische en Europese bedrijven zich sommige van de beste praktijken van het Amerikaanse kapitalisme eigen gemaakt.

We besluiten met de vaststelling dat terwijl de media angstaanjagende berichten de wereld blijven insturen, de wereldeconomie als geheel blijft groeien en bedrijven nog steeds winst maken³. Overal zijn er risico's, maar tegelijk ook heel wat kansen. Delen van de wereldwijde aandelenmarkt ogen duur, maar elders zien wij spotgoedkope aandelen die mogelijk de zwaargewichten van morgen kunnen worden. Vast staat dat de inflatie, zoals al tientallen en zelfs honderden jaren het geval is, met het verstrijken van de tijd de waarde van cash zal blijven uithollen. In een volatiele wereld ziet wie cash onaangeroerd op een bankrekening laat staan, zo goed als zeker op termijn zijn koopkracht verdampen.

Onze overtuigingen

Wij kijken al van bij het begin naar andere manieren dan trackers om te beleggen in wereldwijde aandelen. Een succesvolle strategie genereert systematisch een mooi rendement, zonder al te sterk terug te vallen wanneer de marktomstandigheden verslechteren. De grootste uitdaging voor beleggers, en de reden waarom zo weinigen op lange termijn keer op keer goede resultaten behalen, is dat beleggingsstijlen wisselend succes kennen. Het onderscheid tussen een belegger die tijdelijk de wind in de zeilen heeft dankzij een succesvolle beleggingstrend en iemand die zijn

³ Prestaties uit het verleden vormen in geen geval een garantie voor toekomstige prestaties.

portefeuille voortdurend bijstuurt en zo langdurig een hoog rendement behaalt, is uitermate moeilijk te maken⁴. Volgens onze ervaring blijkt die laatste categorie bijzonder zeldzaam.

In onze vorige nieuwsbrief bespraken we het gebruik van **passieve beleggingsstrategieën** om op lange termijn een systematisch rendement te genereren, **actieve beleggingsstrategieën** waarbij een doorgedreven selectie van beheerders nodig is, aangezien de meeste minder goed presteren dan de markt, **en tot slot kwantitatieve beleggingsstrategieën** waarbij de beleggingsbeheerder vervangen wordt door een geheel van systematische regels. Twaalf maanden geleden, in onze nieuwsbrief over het eerste kwartaal van 2023, lieten we onze klanten kennismaken met de **S&P 500 FCF Buyback** als uitkomst van onze zoektocht naar een succesvolle kwantitatieve beleggingsstrategie. De hamvraag die we moesten beantwoorden, was welke kwantitatieve factoren kunnen leiden tot systematisch bovengemiddelde prestaties in alle fasen van de marktcyclus. Na maandenlang onderzoek in 2022 leek de S&P 500 FCF Buyback de oplossing. De strategie gebruikt een combinatie van waarderingscriteria (vrije kasstroom), liquiditeit en managementinzicht (inkoop van eigen aandelen) om elke drie maanden de overtuigendste beleggingsopportuniteiten in de S&P 500 te vinden. Onderstaande figuur vat het proces samen. Een volledige beschrijving van hoe de strategie werkt, vindt u in onze nieuwsbrief over het eerste kwartaal van 2023.



De **S&P 500 FCF Buyback** heeft verschillende kenmerken. Ten eerste is het een sterk geconcentreerde portefeuille met slechts dertig aandelen, die worden gewogen volgens hun rendement op de vrije kasstroom. Begin dit jaar tekenden de vijf grootste posities voor 33% van de strategie en de tien grootste voor 55%. Ten tweede is het een flexibele strategie, die haar posities heel snel kan wijzigen. Veel beleggingen worden al na drie maanden verkocht als er elders betere relatieve waarde te vinden is. Voor langetermijnbeleggers klinkt dat mogelijk als vloeken in de kerk, maar de Amerikaanse markt reageert steeds sneller en meer dan eens koersen aandelen op korte tijd 50% hoger, waardoor snel verkopen soms nodig is. Een belangrijk voordeel van deze strategie in vergelijking met klassieke beheerders, is dat zij geen last heeft van 'inertie'. Veel beleggingsbeheerders beginnen sterk, maar hun resultaten kalven beetje bij beetje af naarmate de oude, ondermaats presterende posities zich beginnen op te stapelen. Een kwantitatieve strategie zoals de **S&P 500 FCF Buyback** houdt elke drie maanden een grondige lenteschoonmaak. Tot slot heeft de strategie, zoals onderstaande tabel laat zien, doorheen de tijd belegd in elke sector van de S&P 500, maar kunnen de wegingen sterk verschillen.

⁴ Zonder prestatie- of resultaatgarantie.

	1/24	8/23	1/23	6/22	1/22	6/21	1/21	6/20	1/20	6/19	1/19	6/18	1/18	6/17	1/17
Com service	9%	3,8	1,8	6,2	1,7	10,8	1,1	2,1	1,4			2,2		5,9	1,7
Cons discretionary	15%	13,2	5,1	8	12,1	1,9	14	5,9	5,4	12,9	8,7	13,6	11,9	20,5	23,1
Cons Staples			1,2	2,1	3,5	3,3	3,1	1,3	3,5	6,8	6,1	4,3	5,7	12,6	5,4
Energy	34%	24,3	36,8	13,8	3,4				8,5	11,6	10,2	15,6	5,6		7,7
Financials	16%	38,5	35,8	47,6	40,7	36,7	40,4	73,2	21,8	37,7	32,7	27,9	47,3	29,7	19,2
Health Care	14%	17,4		12,2	7,8	18,1	11,9	2,5	8	14,5	12,1	6,8	8,2	12,7	6,1
Industrials	12%	1,2	1	2,1	8,3	11,8	7,4	4,1	20,4		14,4	6,5	10,9	6,5	23,6
Inf Technology		2,7	4,8	4,2	15,1	17,2	21,8	8,8	29,6	15,9	15,5	22,9	6,2	9,1	7,9
Materials		1,4	13,2	3,4	7			1,7	0,9				3,8	2,8	4,9

Bron: Bloomberg per 22/01/2024

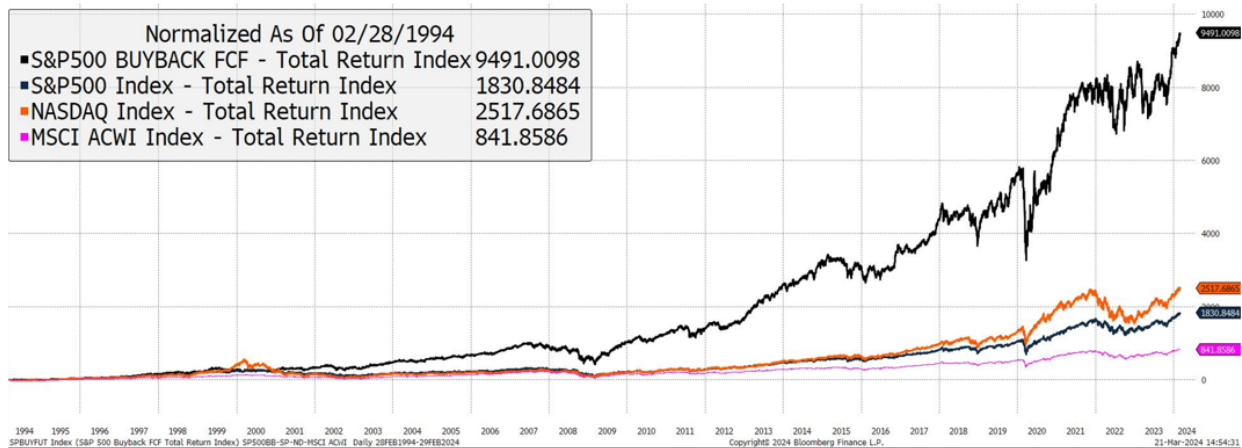
Gegevens louter ter illustratie. Prestaties uit het verleden vormen in geen geval een garantie voor toekomstige prestaties.

Figuur 7 – Gewicht van sectoren in de S&P 500 FCF Buyback Index van 2017 tot 2024 – Bron: S&P, TreeTop AM

In het groen vermeldt de tabel de sectoren die zijn overwogen in vergelijking met hun weging in de S&P 500. Sinds het eerste kwartaal van 2024 heeft de strategie een bovengemiddelde blootstelling aan duurzame consumptiegoederen (15%, tegenover 10,9% in de S&P 500), energie (34%, tegenover 3,9% in de S&P 500), financiële instellingen (16%, tegenover 13% in de S&P 500) en industrie (12%, tegen 8,8% in de S&P 500). Ze belegde niet in technologiebedrijven, terwijl de S&P 500 voor 28,9% in die sector belegd is, noch in basisconsumptiegoederen of materialen. Op langere termijn bekeken was de strategie echter in elke sector wel eens overwogen, bijvoorbeeld in technologiebedrijven eind 2019 en begin 2020 vóór die onder invloed van corona hun steile opmars kenden.

Al deze beleggingen, met name de grotere posities, zijn ook sterk ondergewaardeerde aandelen – de twee grootste noteerden in januari 2024 tegen een rendement op de vrije kasstroom van zowat 20%. Dat wil zeggen dat die aandelen elk jaar cash genereren ten belope van 1/5e van hun marktkapitalisatie. Globaal genomen heeft de strategie een rendement op de vrije kasstroom van meer dan 10%, tegen 3% tot 4% voor de S&P 500, waardoor ze veel goedkoper is dan de brede Amerikaanse aandelenmarkt.

Tot slot heeft de S&P 500 FCF Buyback in het verleden uitzonderlijke resultaten behaald. Sinds februari 1994 is hij in waarde maal 95 gegaan, tegen maal 18 voor de S&P 500, maal 25 voor de NASDAQ en maal 8,4 voor de MSCI ACWI. Belangrijker nog is dat hij door de jaren heen stabiel is blijven renderen, met in de meeste periodes een rendement op jaarbasis van meer dan 10%⁴. Zoals altijd geldt daarbij dat in het verleden behaalde resultaten geen garantie bieden op toekomstig rendement en u contact moet opnemen met uw financieel adviseur om zeker te zijn dat u alle risico's begrijpt. Wij beantwoorden met plezier al uw mogelijke vragen.



Per 29/02/2024	30 jaar		02/1994-03/2000		03/2000-11/2007		11/2007-12/2021		12/2021-02/2024	
(Bron Bloomberg)	Geann.rend.	Totaal	Geann.rend.	Totaal	Geann.rend.	Totaal	Geann.rend.	Totaal	Geann.rend.	Totaal
S&P500 Buyback FCF Index	16.42%	+ 9491%	21.71%	+ 230%	16.7%	+ 227%	15.3%	+ 661%	10.72%	+ 25.72%
S&P500 Index	10.36%	+ 1830%	21.19%	+ 222%	3.3%	+ 28.6%	10.5%	+ 311%	7.26%	+ 17.05%
NASDAQ	11.49%	+ 2518%	34.26%	+501%	-5.5%	-35%	14%	+542%	3.30%	+7.56%
MSCI ACWI	7.76%	+ 841%	14.37%	+ 126%	5.9%	+ 55%	6.8%	+ 155%	4.48%	+ 10.34%

Bron : Bloomberg – geannualiseerde rendementen

Gegevens louter ter illustratie. Prestaties uit het verleden vormen in geen geval een garantie voor toekomstige prestaties.

Figuur 8 – Analyse van het rendement van de S&P 500 FCF Buyback Index in vergelijking met andere indices – Bron: Bloomberg

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 28 maart 2024

Uitgegeven door TreeTop Asset Management SA, Beheervennootschap 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.