

**Economische en beursconjunctuur**

Na een moeilijk 2022, waarin de meeste financiële activa negatief presteerden, begon 2023 goed voor de wereldwijde aandelenmarkten dankzij een opleving van de Amerikaanse technologieaandelen en sterke prestaties in Europa, waar de energiecrisis begon weg te ebben. Wereldwijde overheids- & bedrijfsobligaties (in geel & groen hieronder) zetten echter hun 2022-daling voort nu de centrale banken de rente blijven verhogen, in het licht van de aanhoudend hoge inflatie. Helaas duurde dit positieve klimaat slechts enkele weken en begonnen de wereldwijde aandelenmarkten de afgelopen weken af te brokkelen.



Figuur 1 - Wereldwijde aandelenmarkt (MSCI ACWI in het wit), overheidsobligaties (groen) & bedrijfsobligaties (geel) - Bron: Bloomberg

De recente terugval op de wereldwijde aandelenmarkten begon met enkele pessimistische gegevens over inflatie en rente, en versnelde aanzienlijk met drie bankfaillissementen in de Verenigde Staten en de recente ondergang van Credit Suisse. Sommige beleggers vragen zich nu af of we aan de vooravond staan van een nieuwe financiële crisis, en wat de gevolgen daarvan zijn voor hun beleggingen. Gelukkig ging het bij de drie Amerikaanse banken om relatief kleine bankfaillissementen en trad de Zwitserse regering snel op om het besmettingsgevaar van het faillissement van Credit Suisse te beperken.

Bankcrises zijn helaas zo oud als het kapitalisme en snelle economische veranderingen zorgen vaak voor problemen. Intrinsiek zijn banken die deposito's aannemen en deze uitlenen aan bedrijven, huishoudens en overheden riskante ondernemingen. De twee grootste risico's zijn de liquiditeitsmismatch tussen deposito's & leningen en de kwaliteit van de kredietportefeuille van de bank. Deze twee risico's gaan meestal gepaard en de meeste banken storten in wanneer de depositohouders zich zorgen beginnen te maken over de leningenportefeuille en de stabiliteit van een bank en snel hun deposito's opnemen. Dit is precies wat er gebeurde bij het faillissement van de drie Amerikaanse

banken: SVB (Silicon Valley Bank), Signature Bank en Silvergate Bank. Silicon Valley Bank was de afgelopen jaren enorm gegroeid, met een balans van 22 miljard USD in 2012 tot meer dan 200 miljard USD vóór het faillissement. De bank profiteerde van de enorme welvaarts groei in Silicon Valley, maar verzuimde de juiste risicobeheerpraktijken toe te passen. In de afgelopen jaren werd de bank overspoeld door deposito's van succesvolle bedrijven en vermogende particulieren en besloot zij haar overvloedige liquiditeit te parkeren in langlopende Amerikaanse staatsobligaties. Zoals onze lezers weten, zijn wij al een paar jaar geen fan meer van langlopende staatsobligaties en het management van de SVB heeft op harde wijze geleerd wat er met de waarde van deze instrumenten gebeurt als de rente stijgt. De andere grote zwakte van de bank was haar afhankelijkheid van grote "Twitter savvy" depositohouders, die allemaal besloten hun geld op hetzelfde moment op te nemen toen ze hoorden over de verliezen bij de SVB. De bank stortte snel in en moest door de Amerikaanse autoriteiten worden gered om verdere financiële besmetting te voorkomen. De twee andere kleinere Amerikaanse banken, Signature Bank<sup>1</sup> en Silvergate Bank<sup>2</sup>, leden onder hun blootstelling aan cryptomunten en gingen uiteindelijk ook failliet als gevolg van de vlucht van depositohouders.

De ineenstorting van Credit Suisse is enigszins anders, aangezien de onderneming het al jaren moeilijk had en haar balans sinds de financiële crisis in 2008 met de helft was gekrompen. Ooit een paradepaardje van het Zwitserse en mondiale bankwezen, was het bedrijf een schaduw van zichzelf geworden en had het de laatste jaren moeite om een winstgevend & duurzaam bedrijfsmodel te vinden. De problemen waren anders dan bij de drie failliete Amerikaanse banken, maar een vergelijkbaar verlies van vertrouwen bij de depositohouders leidde tot aanzienlijke liquiditeitsproblemen en zette de Zwitserse autoriteiten ertoe aan snel op te treden en een fusie tussen Credit Suisse en UBS af te dwingen. Voorlopig zijn de gevolgen van deze bankfaillissementen onder controle, maar de centrale banken, regeringen en financiële instellingen van over de hele wereld zullen waarschijnlijk hun brandbestrijdingsinspanningen moeten voortzetten. De moeilijke taak voor de centrale bankiers in Europa en de Verenigde Staten zal erin bestaan hun strijd tegen de inflatie, waarvoor doorgaans een renteverhoging nodig is, voort te zetten en de stabiliteit van het financiële stelsel, dat onder diezelfde renteverhoging kan lijden, te waarborgen.

Zoals we in onderstaande grafiek kunnen zien, is de inflatie in de VS (in het groen) over haar hoogtepunt heen en lijkt zij verder te dalen. De lagere olie- en gasprijzen zullen de inflatie in de VS waarschijnlijk verder drukken en de recente regionale bankencrisis zal waarschijnlijk ook de economische activiteit en de inflatiedruk verminderen. De inflatie in China (in het geel) is bijna op een historisch dieptepunt. Het land is eind vorig jaar heropend na de laatste COVID-lockdown, wat de totale vraag zou moeten stimuleren en ook de knelpunten in het aanbod zou moeten verminderen. Wij denken dat het onwaarschijnlijk is dat de inflatie in China zal toenemen, want in tegenstelling tot de VS en Europa hebben de Chinese burgers niet veel financiële steun gekregen van hun regering en dus niet veel geld over om uit te geven.

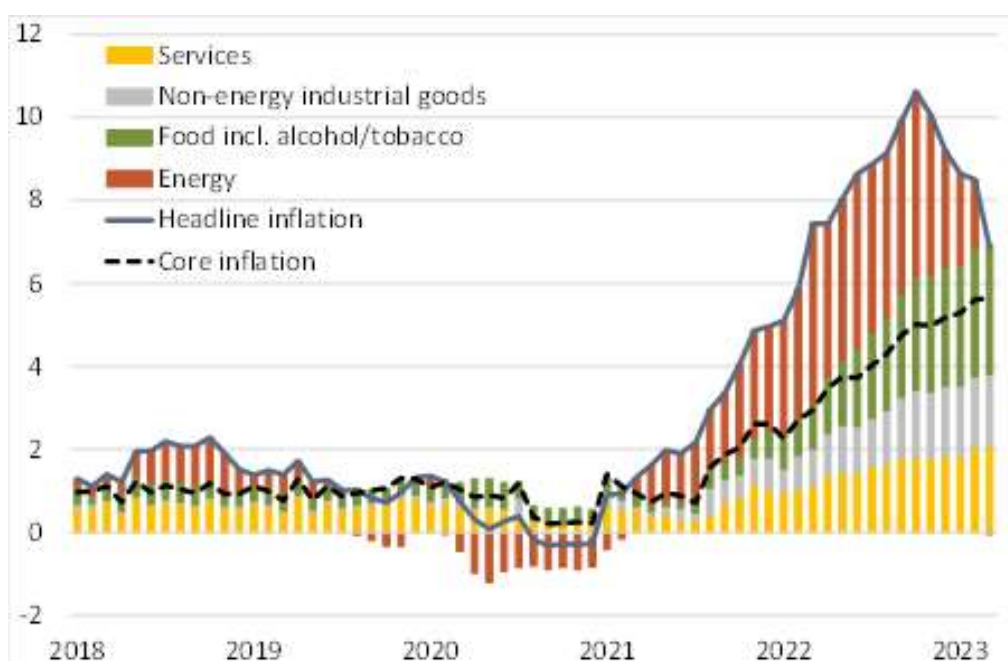


Figuur 2 - Inflatie in de VS (groen), in China (geel) en in Europa (wit) - Bron: Bloomberg

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-14/why-did-signature-bank-fail-inside-the-old-school-new-york-bank>  
<sup>2</sup> <https://www.cnbc.com/2023/03/08/silvergate-shutting-down-operations-and-liquidating-bank.html>

In Europa daarentegen heeft de inflatie (in het wit hierboven) recentelijk opwaarts verrast. Sociale bewegingen en de loonindexering lijken de kerninflatie in stand te houden en de energiesituatie in Europa is weliswaar veel beter dan enkele maanden geleden, maar nog steeds precair. De stijging van de energieprijzen in Europa (in het geel op de grafiek hieronder) is de laatste weken drastisch verminderd, maar de gasprijzen blijven ruwweg 7x hoger dan in de Verenigde Staten en een koudegolf zou de energieprijzen in Europa snel omhoog kunnen duwen. We beginnen ook een tweede golf effecten te zien van de recente piek in de energieprijzen, voornamelijk een stijging van de voedselprijzen (in het wit hieronder) en protesten van werknemers die hun koopkracht willen beschermen. Een belangrijk probleem is dat de hoge inflatie vooral de burgers met de laagste inkomens treft, omdat energie en voedsel een groter deel van hun uitgaven uitmaken. De minder welvarende werkende klasse vormt ook een groot deel van de werknemers in essentiële diensten (vervoer, verpleging...) en is terecht boos over de uitholling van hun koopkracht. Europese politici staan voor een moeilijke situatie, aangezien zij de loonstijging moeten beperken en tegelijkertijd de koopkracht van hun burgers en de stabiliteit van het financiële stelsel moeten beschermen. Deze soms tegenstrijdige doelstellingen zullen waarschijnlijk resulteren in een hobbelige weg en sommige populistische maatregelen, zoals het verhogen van de belasting op superwinsten van bedrijven.

### Kerninflatie en voedselprijzen lopen achter op energie



Inflatie eurozone (% j-o-j) en bijdragen van componenten (in %), kerninflatie: exclusief energie, voedsel, alcohol en tabak.

Afbeelding 3 - Bronnen: Eurostat, Berenberg

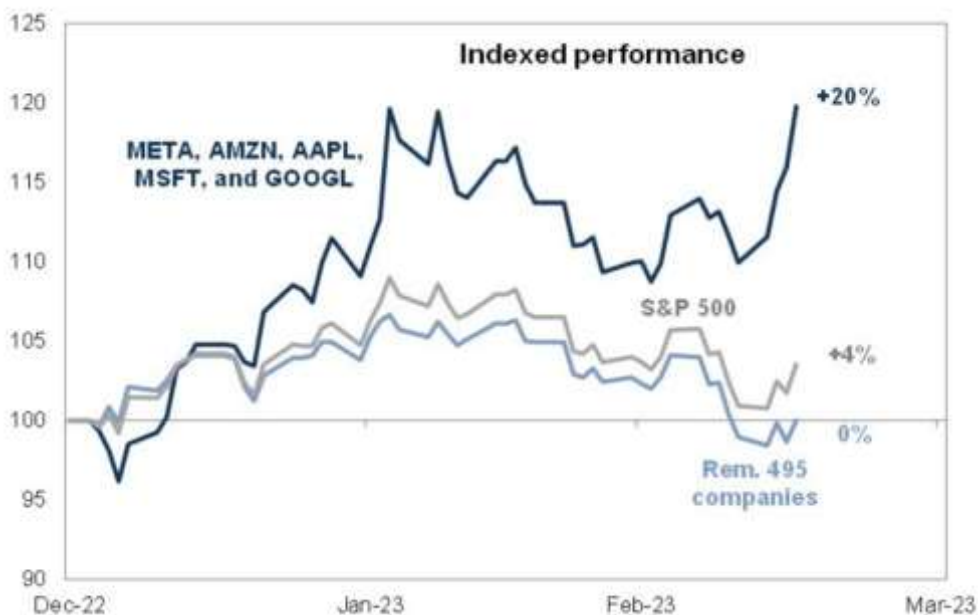
Als gevolg van de inflatie hebben de centrale banken wereldwijd de afgelopen maanden de rente agressief verhoogd, met uitzondering van China (hieronder in het geel), dat de luxe heeft om rustig te blijven zitten. Het rendement op de Duitse staatsobligatie op zes maanden (in het wit hieronder) en op de Amerikaanse schatkist op zes maanden (in het groen hieronder) is de afgelopen 18 maanden aanzienlijk gestegen. In de VS begint deze rentestijging een belangrijk effect te krijgen, met een ineenstorting van de woningtransacties, het faillissement van enkele regionale banken en ten slotte een vertraging van de inflatie. Het lijkt erop dat het agressieve medicijn werkt en de voorzitter van de Federal Reserve, Jerome Powell, gaf in zijn laatste toespraak aan dat een agressieve renteverhoging waarschijnlijk achter de rug is. De Europese inflatie blijft hoog en de rente is in Europa nog steeds lager dan in de Verenigde Staten, ondanks de hogere inflatie.





Afbeelding 4 - Rentetarieven in China (geel), vergeleken met het rendement van Duitse staatsobligaties op 6 maanden (wit) en Amerikaanse schatkistcertificaten op 6 maanden (groen) - Bron: Bloomberg

Voor beleggers in wereldwijde aandelen is het gewicht van financiële ondernemingen in wereldwijde indexen enigszins beperkt<sup>3</sup>, zij maken iets meer dan 10% van de S&P500 uit, tegenover meer dan 25% voor technologieaandelen. Zeer grote Amerikaanse techbedrijven blijven een aanzienlijke impact hebben op de markt, zoals we kunnen zien op de onderstaande grafiek.



Afbeelding 5 – Bron: Goldman Sachs

Banken hebben ook de tendens om veel minder waard te zijn dan andere succesvolle bedrijven. In Frankrijk bijvoorbeeld is BNP Paribas 63 miljard euro waard, tegenover 129 miljard euro voor TotalEnergies of 408 miljard euro voor LVMH. Het contrast is nog groter in Duitsland, waar Deutsche Bank "slechts" 17 miljard euro waard is, tegenover 64 miljard euro voor BMW. Zelfs de meest waardevolle bank ter wereld, JPMorgan, met een waarde van 365 miljard dollar, wordt in de schaduw gesteld door Apple en Microsoft, die elk meer dan 2 000 miljard dollar waard zijn. Banken zijn van groot belang voor de wereldeconomie, maar zolang zij hun werk kunnen blijven doen, maakt hun waardering niet zoveel uit voor wereldwijde aandelen.

Hoewel de wereldwijde indexen en de Amerikaanse aandelenmarkten niet zo goed hebben gepresteerd, zijn de winstgroeiervwachtingen de afgelopen twaalf maanden niet veel veranderd. Financiële analisten blijven eensgezind verwachten dat de S&P500 in 2023 een WPA (Winst per aandeel) zal hebben van ongeveer 220 USD/aandeel (oranje

<sup>3</sup><https://investingforbeginners.com/historical-sp-500-industry-weights-20-years/>

in onderstaande grafiek), 240 USD/aandeel voor 2024 (blauw in onderstaande grafiek) en 265 USD/aandeel in 2025 (groen in onderstaande grafiek). Het grootste deel van de underperformance in 2022 werd dus veroorzaakt door een de-rating van de markt.



Afbeelding6 - S&P500 2023 EPS - Bron: Bloomberg

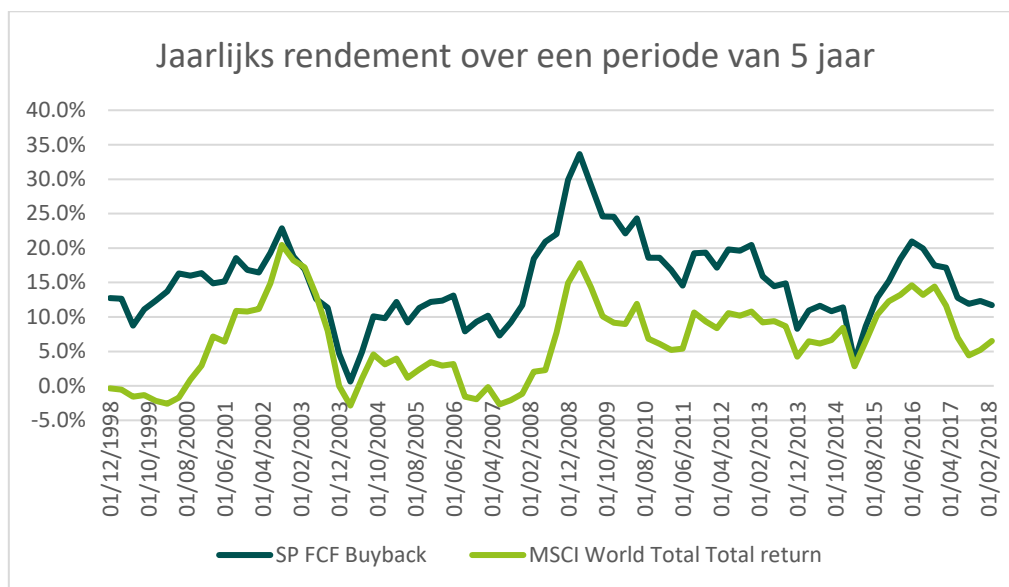
De aandelenmarkt wordt gedreven door **inkomsten** en de **prijs die u betaalt voor deze inkomstenstroom** (koerswinstverhouding of PER). De "P" in de vergelijking kan zeer snel bewegen, maar daalt niet onbeperkt en de langetermijnprestaties van de aandelenmarkt worden voornamelijk bepaald door de nominale groei van de winst per aandeel. In de afgelopen vijf jaar hebben we een aanzienlijke winstgroei gezien en aangezien de winstverwachtingen goed blijven voor de wereldwijde aandelenmarkten, kunnen we alleen maar hopen op positieve rendementen voor langetermijnbeleggers.

## Onze overtuigingen

Toen we TreeTop oprichtten na tientallen jaren ervaring op de financiële markt, was ons idee om de wereldwijde aandelenmarkt naar de Belgische belegger te brengen. De redenering was en is nog steeds dat de meeste beleggers te veel belegd blijven in hun eigen land en in activa die zij beter zouden moeten kennen, zoals Belgisch vastgoed, Europese aandelen & obligaties... en te weinig in wereldwijde kampioenen die betere prestaties kunnen leveren en ook niet gecorreleerd zouden moeten zijn met de Belgische economie. Meer dan ooit, nu Europa en België het economisch moeilijk hebben, denken wij dat wereldwijde diversificatie zinvol is voor zowel kleine als grote beleggers. De terugkeer van de inflatie en de stijging van de rente in de westerse wereld vormen een extra hindernis, aangezien een aantal financiële activa en zelfs sommige reële activa zoals kantoorvastgoed veel minder aantrekkelijk worden.

Onze oplossing bij TreeTop is geweest om de wereldwijde aandelenmarkt eerst via geconcentreerde wereldwijde fondsen met hoge overtuiging aan te bieden, vervolgens via de wereldwijde index en nu steeds meer via kwantitatieve waardestrategieën. Twee jaar geleden, toen wij merkten dat wereldwijde groeiaandelen erg duur begonnen te worden, zijn wij een deel van ons vermogen en dat van onze cliënten gaan beleggen in aandelenwaardestrategieën via de "Dogs of the Dow". Dit heeft ons relatief goed gediend en ons in staat gesteld de schade van een brutaal 2022 te beperken. Maar nooit helemaal tevreden en altijd op zoek naar betere oplossingen, ontdekten wij onlangs via onze studie van de financiële markten de 'S&P500 Buyback Free-cash-flow' (SPBUYFUT). Onze eerste vaststelling was de ongelooflijke track-record van deze index die op lange en middellange termijn beter presteerde dan de meeste belangrijke indexen. Op eind maart 2023 zou een belegger die begin 1994 in de SPBUYFUT heeft belegd, 78x zijn

oorspronkelijke inleg verdiend hebben (16% jaarlijks rendement) in vergelijking met 14x zijn oorspronkelijke inleg in de S&P500 total return (9,7% jaarlijks rendement). Omdat veel beleggers geen beleggingshorizon van 30 jaar hebben, maar meestal voor 5, 10 of 15 jaar beleggen, hebben wij ook het gemiddelde jaarlijkse totale rendement over voortschrijdende periodes van vijf jaar berekend en vergeleken met het totale rendement van de MSCI ACWI. Niet alleen deed de SPBUYFUT index het een stuk beter dan de wereldwijde index, hij leverde ook nooit negatieve vijfjaarsrendementen op, in tegenstelling tot de MSCI ACWI.



Afbeelding 7 – Bron: Bloomberg, TreeTop berekeningen

Standard & Poor's, de organisatie die deze index berekent, legt uit dat de S&P500 Buyback FCF Index "is ontworpen om de prestaties te meten van de top 30 aandelen met de hoogste free cash flow yields onder de 50 meest liquide aandelen in de S&P500 Buyback Index gewogen naar free cash flow yield".

Het is gebaseerd op vijf filters, een combinatie die volgens ons de belangrijkste reden is voor zijn uitstekende prestaties. De eerste voorwaarde is dat elk aandeel moet behoren tot de S&P500, een van de meest liquide indexen ter wereld, die kan worden samengevat als de 500 grootste en waardevolste Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen die samen ongeveer 80% van de totale waarde van de Amerikaanse beurs vertegenwoordigen. Deze bedrijven zijn meestal niet alleen groter maar ook financieel sterker dan de gemiddelde beursgenoteerde onderneming. Deze grote Amerikaanse aandelen worden ook meestal beheerd in het belang van de aandeelhouders op lange termijn, in tegenstelling tot bijvoorbeeld een grote Chinese bank of een Japans conglomeraat, omdat activistische aandeelhouders ervoor zorgen dat het management in hun belang optreedt.

De tweede beperking is het nemen van de 100 aandelen met de hoogste verhouding van inkoop van eigen aandelen van de S&P500. Aandeleninkoop is een financiële beslissing van het managementteam van een onderneming, en goedgekeurd door de raad van bestuur, bestaande uit het inkopen van aandelen van de onderneming door de onderneming. Een aandeleninkoop wordt doorgaans gedaan door een managementteam wanneer het van mening is dat de aandelen van de onderneming ondergewaardeerd zijn en een betere investeringsmogelijkheid vormen dan investeren in groei of een overname. Een aandeleninkoop is een interessante indicator, omdat het management doorgaans veel beter dan wie ook weet hoe een bedrijf het doet en wanneer het denkt dat de "waarde" van het bedrijf veel groter is dan de aandelenprijs.

Vervolgens wordt voor elk van deze 100 ondernemingen een rendement op de vrije kasstroom berekend en wordt elke onderneming die geen vrije kasstroom genereert uit de lijst verwijderd. Vrije cashflow kan worden samengevat als "cash earnings" of de cash die een bedrijf elk jaar genereert en beschikbaar is voor beleggers. Aangezien de waarde van een belegging de gediscoteerde som is van de toekomstige kasstromen waarover een investeerder kan beschikken, is een onderneming waardevoller naarmate zij meer vrije kasstroom genereert. Het rendement is de prijs gedeeld door de vrije kasstroom per jaar en hoe hoger het rendement, hoe minder u betaalt voor een bepaalde hoeveelheid vrije kasstroom. Dit derde criterium is interessant omdat de vrije cashflow een belangrijke indicator is van

de financiële gezondheid van de onderneming en het rendement, vergelijkbaar met de koerswinst, een waarderinginstrument is.

Het vierde criterium bestaat uit de 50 ondernemingen met de hoogste gemiddelde verhandelde waarde (ADVT) en het vijfde criterium brengt het universum terug tot een kleiner aantal van 30 aandelen door de 20 ondernemingen met het laagste vrije kasstroomrendement, in feite de duurste, uit te sluiten. Ten slotte wordt elk criterium om de drie maanden herberekend en worden de 30 investeringen gewogen volgens hun rendement op vrije cashflow. Goedkopere posities hebben een grotere weging omdat zij hopelijk een beter rendement zouden moeten opleveren<sup>4</sup>.



Wij denken dat de mix van criteria op basis van omvang & liquiditeit het risico van financiële ongelukken aanzienlijk vermindert. Aankopen door kleine bedrijven die gebruik maken van hefboomwerking kunnen snel leiden tot een faillissement. Het criterium van het vrije kasstroomrendement maakt het mogelijk een geconcentreerde portefeuille op te bouwen tegen een redelijke waardering. Wij bieden deze strategie zeer binnenkort aan via verschillende TreeTop-producten, omdat wij denken dat het een goede aanvulling zal zijn op onze wereldwijde passieve en actieve beleggingsstrategieën<sup>4</sup>, die doorgaans op groei gericht zijn. Neem gerust contact op met ons team van financiële adviseurs als u vragen heeft. Wij wensen u alvast veel beleggingsplezier.

---

*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 productaanbod. 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 31 maart 2023

---

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.

---

---

<sup>4</sup> Zonder prestatie- of resultaatgarantie.