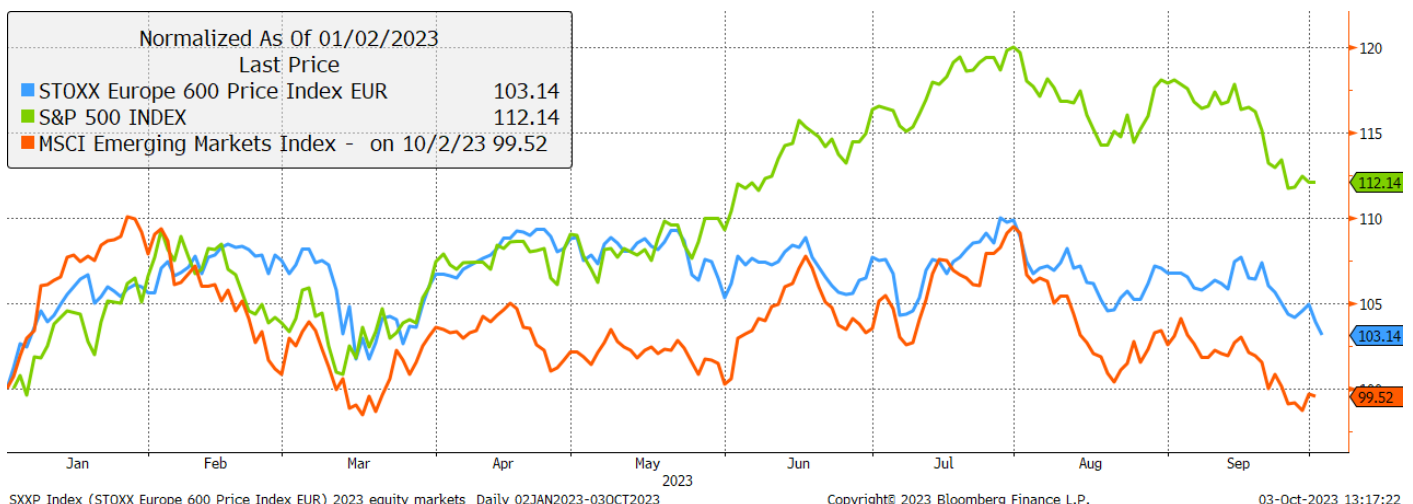


Economische en beursconjunctuur

Terwijl ik deze nieuwsbrief schrijf, zien we enige spanning op de wereldwijde financiële en vastgoedmarkten, ondanks overwegend goed wereldwijd economisch nieuws. De meeste economische indicatoren blijven zeer positief met werkgelegenheid op recordhoogte in de Verenigde Staten en het grootste deel van West-Europa, goede winstgevendheid van bedrijven en zelfs snel dalende inflatie. Ondanks al het goede nieuws zijn de meeste grote aandelenmarkten de afgelopen weken gedaald. De Amerikaanse markt (in het groen op de grafiek hieronder) is wel flink gestegen op jaarbasis, maar bereikte een piek in juli en staat sindsdien onder druk. De Europese markt (in het blauw hieronder) is over het algemeen stabiel, maar heeft tot nu toe nog niet veel rendement gegenereerd sinds het begin van het jaar en de opkomende markten (in het oranje hieronder) zijn dit jaar ondermaats blijven presteren.



Afbeelding 1 – Evolutie van de aandelenmarkten in 2023 (VS in het groen, Europa in het blauw en opkomende markten in het oranje) – Bron: Bloomberg

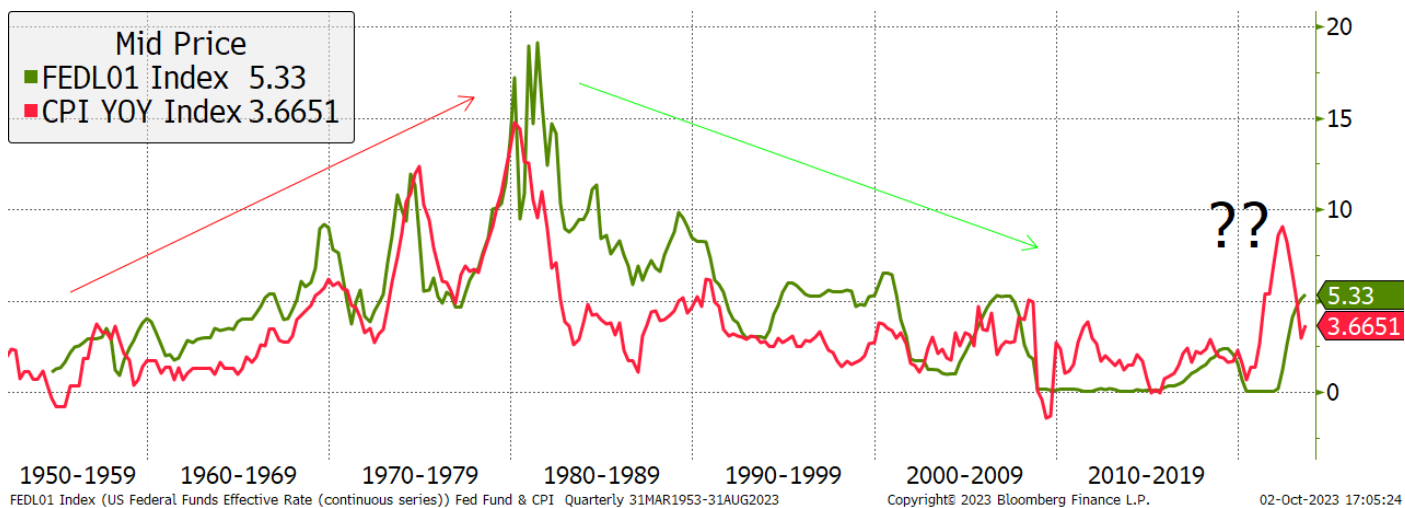
Zes maanden geleden zouden snel dalende inflatie, goede bedrijfswinsten en de afwezigheid van een recessie waarschijnlijk zeer positief zijn ontvangen door de wereldwijde aandelenmarkten. Helaas hebben de stijgende rentevoeten roet in het eten gegooid. Om de huidige situatie te begrijpen, moeten we de klok terugspoelen en kijken naar de beslissingen die de wereldwijde centrale banken en regeringen de afgelopen drie jaar hebben genomen. Geconfronteerd met een ongekende economische en financiële ontwrichting aan het begin van de COVID-pandemie, hebben de Westerse regeringen hun uitgaven aanzienlijk verhoogd en hebben de centrale banken wereldwijd de rente tot nul verlaagd en het financiële systeem overspoeld met liquiditeiten. Het medicijn werkte en hoewel Europa en de Verenigde Staten een diepe recessie doormaakten, werd deze gevolgd door een historisch snel economisch herstel. Op de financiële markten spraken analisten zelfs over een COVID-boom, wat nogal ironisch was omdat de “boom” parallel liep met een wereldwijde catastrofe in de gezondheidszorg. Deze “economische boom” creëerde ook een aantal problemen, voornamelijk een zeepbel op de obligatie- en vastgoedmarkt, zwaar beladen overheidsbalansen en de kiem voor snellere inflatie. Over het algemeen was de economische situatie aan het einde van de pandemie precair, maar deze zou beheersbaar zijn geweest als Vladimir Poetin niet had besloten zijn buurland binnen te vallen en de

ergste energiecrisis in Europa sinds de jaren zeventig te veroorzaken. Na twee jaar pandemie werden politici nu geconfronteerd met een wereldwijde energiecrisis, de noodzaak om miljoenen vluchtelingen op te vangen en enorme bedragen uit te geven aan wapens om Oekraïne te verdedigen. En dat alles moest gebeuren met krappe overheidsbudgetten, terwijl de inflatie toenam. Het was voor het eerst in decennia dat westerse regeringen zich niet eenvoudigweg uit een crisis konden redden door geld uit te geven. Ze konden ook niet rekenen op de hulp van centrale banken die de rente agressief begonnen te verhogen om de inflatie te bestrijden. Zoals we in de grafiek hieronder zien, steeg de rente op tweejarige Amerikaanse staatsobligaties (in oranje) van 0 midden 2021 naar 5% in slechts twaalf maanden, een van de snelste stijgingen ooit. Deze snelle verandering in de rente heeft een paar banken en een Britse premier ten val gebracht, de zeepbel in langlopende overheidsobligaties met geweld doen barsten en vastgoedbeleggers in de Westerse wereld erg nerveus gemaakt. Het grootste deel van de afgelopen 18 maanden dachten de meeste beleggers echter dat de recente piek in de korte rente tijdelijk was en dat de rentevoeten uiteindelijk zouden dalen, waardoor de prijzen van de financiële activa zouden stijgen en het leven van geplaagde vastgoedontwikkelaars en bedrijven met overmatige schuldenlast een stuk gemakkelijker zou worden. De hoop op een eventuele daling van de rente werd weerspiegeld in de rentecurve, aangezien Amerikaanse obligaties met een looptijd van 10 jaar sinds medio 2022 een lager jaarlijks rendement hebben dan obligaties met een looptijd van 2 jaar.



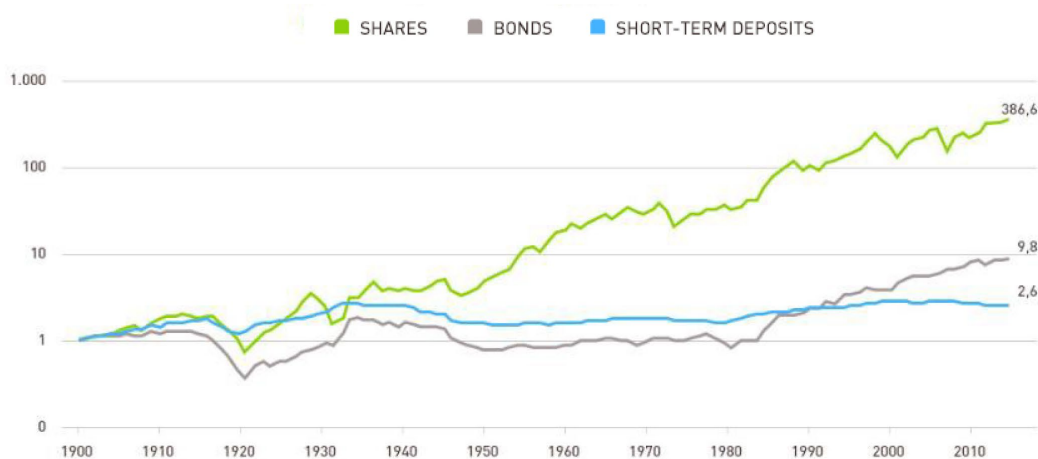
Afbeelding 2 – Rendement Amerikaanse overheidsobligaties (2-jaars in oranje vs. 10-jaars in blauw) – Bron: Bloomberg

Dit veranderde allemaal in de zomer toen eerst de korte rente en daarna de lange rente nog sneller begonnen te stijgen. In juli 2023 kondigde de Amerikaanse centrale bank (“FED”) haar besluit aan om de rente verder te verhogen tussen 5,25% en 5,5%. De verhoging duwde de kortetermijnrente zoals verwacht omhoog, maar daarna begon de langetermijnrente, zoals te zien is in de blauwe curve, de kortere rente snel in te halen. Dit betekent dat beleggers in de Amerikaanse markt voor schatkistpapier nu verwachten dat de rente langer hoger blijft en daarvoor een compensatie vragen. De precieze oorzaak van de snelle stijging van de langetermijnrente is altijd moeilijk te achterhalen omdat deze marktgedreven is, maar het einde van de kwantitatieve versoepeling en het agressieve begrotingsbeleid en de aanzienlijke overheidstekorten in de VS hebben zeker een grote rol gespeeld. De stijging van de langetermijnrente heeft ook een diepere impact op de economie en beïnvloedt onroerend goed, het financiële systeem en de financieringskosten voor bedrijven. De hypotheekrente in de VS staat nu op het hoogste peil in 22 jaar, waardoor woningtransacties aanzienlijk worden gedrukt en veel bedrijven rentetarieven van meer dan tien procent betalen voor herfinanciering, terwijl ze twee jaar geleden nog geld konden ophalen tegen ééncijferige rentetarieven.



Afbeelding 3 – FED-fondsrentes (in het groen) vergeleken met Amerikaanse inflatie/CPI (in rood) – Bron: Bloomberg

Als belegger vraagt u zich waarschijnlijk af wat u moet doen gezien deze snel veranderende omgeving. Het eerste dat u in gedachten moet houden, is dat het **huidige renteniveau helemaal niet ongewoon is**. De afgelopen tien jaar van **nultarieven zijn abnormaal en zullen waarschijnlijk niet terugkeren**. Zoals de grafiek hierboven laat zien, is een rendement van 5% (in groen), hoewel veel hoger dan twee jaar geleden, in lijn met langetermijngemiddelden in de Verenigde Staten, waar de rente de afgelopen zeventig jaar rond dat niveau schommelde, met uitzondering van 15 jaar in de jaren zeventig en begin jaren tachtig. De andere factor om in gedachten te houden is dat de **enorme daling van de rentetarieven tussen 1982 en 2020 hoogst ongewoon is** (groene pijl naar beneden in de grafiek hierboven). Het creëerde een gouden beleggingsperiode waarin de meeste activakoersen omhooggingen. Een veel normalere situatie is de situatie die wordt beschreven in de grafiek hieronder, waarin vastrentende waarden (in het grijs) zelden enig rendement opleveren, cashdeposito's (in het blauw) een interessant instrument kunnen zijn om liquiditeit op korte termijn te beheren maar u niet rijk zullen maken en de enige manier om positieve rendementen te genereren¹, vooral na inflatie, een langetermijnbelegger in de aandelenmarkt is.



© 2018 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton

Afbeelding 4 – Cumulatief reëel rendement van verschillende activaklassen 1900-2017 – Bron: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018, Elroy Dimson, Paul Marsh, en Mike Staunton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press 2002

Marktgedrag in het verleden kan in geen geval toekomstig gedrag voorspellen.

Na inflatie genereerde de wereldwijde aandelenmarkt tussen 1900 en 2018 een jaarlijks rendement van 5,2%, cash had een rendement van 0,8% en obligaties 2%. 2% lijkt misschien prima voor conservatieve beleggers, maar het

¹ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

verbergt het feit dat al dat rendement gegenereerd werd tussen 1980 en 2018. Obligaties genereerden geen rendement tussen 1900 en 1980 na inflatie! We waarschuwen beleggers ook voor andere activaklassen die enorm hebben geprofiteerd van de daling van de rente in de afgelopen drie decennia. “Leverage buyouts”, een soort private equity-investering waarbij veel schulden worden aangegaan om een bedrijf over te nemen, werken heel goed wanneer de financieringskost onder de tien procent liggen en dalen. Het zal een stuk moeilijker worden om de verbazingwekkende rendementen uit het verleden te halen wanneer de financieringskost meer dan 10% bedraagt en stijgt. In het algemeen moeten beleggers zeer voorzichtig zijn met elke belegging met de woorden “leverage” of “schuld” erin. Niet elke opportuniteit is slecht, maar voorzichtigheid is geboden.

In deze snel veranderende tijden blijven onze financiële adviseurs ter beschikking voor eventuele vragen. Neem gerust contact op via e-mail of telefoon.

Onze overtuigingen

Sinds we begin jaren 2000 begonnen met het aanbieden van financiële producten aan Belgische beleggers, zijn we altijd op zoek geweest naar nieuwe strategieën om onze cliënten beter van dienst te zijn. De geschiedenis van ons bedrijf begon met converteerbare obligaties, wat nog steeds een interessante activaklasse is om blootstelling te hebben aan snelgroeiende ondernemingen zonder al te veel volatiliteit. Vervolgens zijn we in 2006 begonnen met het aanbieden van **wereldwijde actieve aandelenfondsen** en vervolgens met de hulp van Amundi een **wereldwijd passief aandelenfonds** in 2015. Uiteindelijk lanceerden we in 2021 onze eerste **kwantitatieve strategie** met de “Dogs of the Dow” en vervolgens in 2023 de S&P 500 Buyback FCF, beide aangeboden via een Belgisch institutioneel fonds. Elke strategie heeft zijn voor- en nadelen, we raden dus altijd aan om eerst met een financieel adviseur te praten om inzicht te krijgen in uw risicotolerantie en in het algemeen raden we aan om de verschillende strategieën te combineren.

Een **wereldwijd passief aandelenfonds** biedt u blootstelling aan de hele wereldwijde aandelenmarkt met posities in bijna elke sector, zowel in de ontwikkelde landen als in de voornaamste opkomende markten. Dit product is gewogen naar marktkapitalisatie, wat betekent dat grote bedrijven qua waardering een groter gewicht hebben. De grootste posities in deze strategie zijn dan ook Amerikaanse techbedrijven, voornamelijk **Microsoft, Apple, Meta (ex-Facebook), Tesla, NVIDIA, Alphabet (ex-Google) en Amazon**², of de zogenaamde “Magnificent Seven”, een recentere bijnaam die analisten hebben bedacht ter vervanging van het FAANG-acroniem, waar Tesla en NVIDIA niet onder vielen. In de afgelopen jaren zijn deze bedrijven, dankzij hun uitstekende strategie en bedrijfsmodellen, extreem waardevol geworden met marktkapitalisaties die groter zijn dan het bbp van de meeste landen en ze zijn nu zo groot dat ze indexen bewegen. De Amerikaanse aandelenmarkt zou dit jaar zeer waarschijnlijk negatief zijn - zonder de geweldige prestaties van deze aandelen. We hebben geen mening over de waardering van deze bedrijven, ze worden breed opgevolgd door analisten, maar bijna niemand voorspelde hun slechte prestaties van vorig jaar en hun uitstekend herstel in 2023. Om al deze redenen moet een belegger niet overmatig blootgesteld zijn aan deze bedrijven, maar het is voor ons zinvol om ze te bezitten, net als andere grote bedrijven zoals **LVMH, Starbucks en Toyota** via een wereldwijde index. Bij TreeTop beweren we niet dat we enig zicht hebben op deze zeer grote bedrijven en daarom bieden we de **meest kostenefficiënte** manier om ze te bezitten via een passief product.

De andere manier om een aandelenportefeuille te beheren is door gebruik te maken van een **actieve fondsbeheerstrategie**, die wordt geleid door één beheerder of een beleggingsteam. Dit soort strategieën waren de eerste die werden geïmplementeerd toen de beleggingsfondsenindustrie in de VS begon op te komen na de Tweede Wereldoorlog. Ze bieden een betere diversificatie dan “single stock picking” en over het algemeen betere prestaties, omdat ze worden beheerd door professionals. Deze strategieën worden verondersteld beter te presteren dan de indexen, maar helaas doen de meeste dat niet op de lange termijn. Bij TreeTop denken we dat er ruimte is voor deze beleggingsstrategieën, zolang ze sterk verschillen van de index en beheerd worden door ervaren beheerders met een stevig onderbouwd beleggingsproces. Als een actieve strategie goed wordt beheerd, zal ze ongekende en ondergewaardeerde hoeken van de markt vinden en kan ze uitstekende niet-gecorrleerde rendementen¹ bieden ten

² Hoewel Apple, Meta en Amazon voorlopig niet in de strategie zijn opgenomen, in tegenstelling tot de MSCI ACWI-index.

opzichte van de wereldwijde indexen. We hebben hier enkele successen geboekt, maar ook enkele teleurstellingen, dus waarschuwen we ervoor om niet alles in slechts één actieve strategie te beleggen.

Tot slot hebben we bij TreeTop besloten om sinds 2021 **kwantitatieve/systemische** wereldwijde beleggingsstrategieën aan te bieden. Omdat we ons de afgelopen vier jaar wat ongemakkelijk voelden bij de stijgende waarderingen van Amerikaanse groeibedrijven, zijn we op zoek gegaan naar alternatieven. Onze eerste stap in deze wereld was via de “Dogs of the Dow”-strategie, die bestaat uit beleggen in leden van de Dow Jones met een hoog dividendrendement. Deze strategie neemt over het algemeen een grotere positie in “onbeminde” aandelen van de Dow Jones (“the dogs” in het Engels), heeft een behoorlijk trackrecord op de lange termijn en heeft zijn diversificatierol in 2022 zeer goed gespeeld. Nu is de strategie niet de meest verfijnde, is ze erg geconcentreerd en ziet ze de meeste aandelen van de wereldwijde aandelenmarkten over het hoofd. In het algemeen zijn de belangrijkste voordelen van **systemische/kwantitatieve** strategieën hun snelheid, hun vermogen om enorme hoeveelheden gegevens te verwerken en de afwezigheid van cognitieve vooringenomenheid. Maar een nadeel is dat ze slechts vertrouwen op numerieke gegevens uit het verleden en geen notie hebben van risico’s. Door alleen te vertrouwen op financiële en operationele gegevens uit het verleden hebben de meeste kwantitatieve strategieën de neiging om slechts een beperkte tijd te presteren en lijden ze over het algemeen aan de “back-testing” denkfout, waarbij de computer de portefeuille optimaliseert op basis van succesvolle factoren uit het verleden. Bewust van dit probleem zijn we blijven zoeken naar betere alternatieven en we denken dat we er één gevonden hebben met de **S&P 500 Buyback Free Cash Flow**-strategie. Deze lange naam verbergt het gebruik van een aantal kwantitatieve factoren (zie onze vorige nieuwsbrief voor meer details), voornamelijk gerelateerd aan de vrije kasstroom (“free cash flow”), de waardering en de omvang, maar ook **één discretionaire factor, namelijk grote inkopen van eigen aandelen**. Inkopen van eigen aandelen gebeuren naar goeddunken van het managementteam van een bedrijf en gebeurt meestal wanneer het vertrouwen in de toekomstperspectieven van het bedrijf hoog is. Een managementteam zal zeer zelden tot een aandeleninkoop overgaan als ze het gevoel hebben dat de toekomst onzeker is en het toevoegen van deze factor aan een beleggingsstrategie zorgt daarom voor een “toekomstgerichte bepalende factor”. Deze strategie heeft het op lange termijn aanzienlijk beter gedaan dan de Amerikaanse aandelenmarkt, is in 2022 nauwelijks gedaald en heeft volgens ons een goede kans om sterk te blijven presteren¹ en zeker om een goede diversificatie te bieden. In het algemeen blijft, ondanks de vooruitgang van artificiële intelligentie, menselijk contact en toezicht belangrijk in de beleggingswereld, omdat computers nog niet het vermogen hebben om de complexiteit van de moderne wereld volledig te doorgronden. Neem gerust contact op met een echte contactpersoon als u vragen hebt over het economische klimaat of de verschillende beleggingsstrategieën.

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 september 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.
