

The cover image shows two men, Jacques Berghmans and Félix Berghmans, in business suits. They are positioned in front of a background that includes a green line graph showing an upward trend and a dark, rocky landscape. The text 'Brief van de Beheerders 2de Kwartaal 2024' is overlaid on the bottom left of the image.

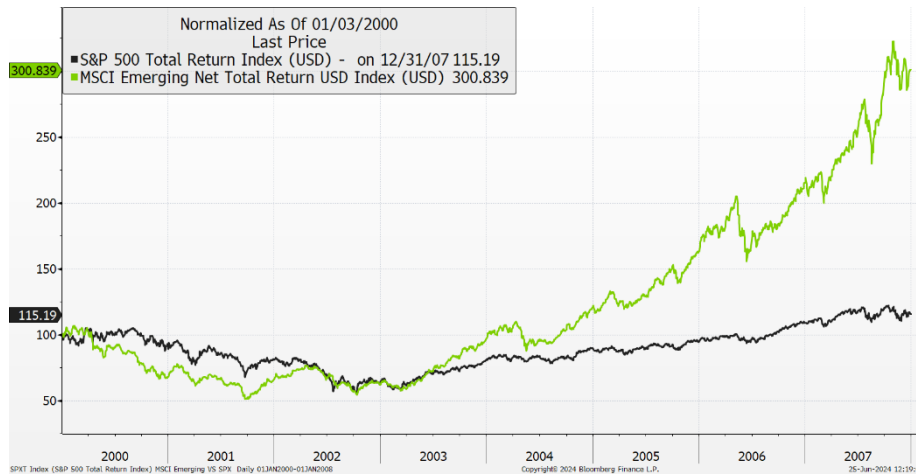
Brief van de Beheerders 2^{de} Kwartaal 2024

Jacques Berghmans en Félix Berghmans

Economische en beursconjunctuur

Bij het schrijven van deze driemaandelijkse nieuwsbrief noteert de MSCI All Countries World Index op zijn hoogste niveau ooit, vooral dankzij de ijzersterke prestaties van de Amerikaanse aandelenmarkt, die na een sterk herstel in 2023 verder oprukt onder impuls van de technologiesector. Hét boegbeeld van die ontwikkeling is **NVIDIA**, het technologiebedrijf dat zowat een monopolie heeft op chips voor artificiële intelligentie. Dat had in 2014 een beurswaarde van 8,8 mld. USD, minder dan de helft van de Franse autobouwer Renault op dat moment, maar is vandaag bijna 3 biljoen USD waard (meer dan de huidige totale marktkapitalisatie van de Franse CAC 40-index). Het aandeel is weliswaar duur gewaardeerd, maar dankt zijn fenomenale opmars aan indrukwekkende financiële resultaten – in 2025 verwacht het bedrijf 120 mld. USD omzet en maar liefst 61 mld. USD vrije kasstroom te realiseren. Dat onvoorstelbare succesverhaal is bovendien geen unicum op de Amerikaanse markt, want **dat de S&P 500 de andere markten achter zich laat, is niet louter aan één aandeel toe te schrijven**. De index telt inmiddels verschillende bedrijven met een marktkapitalisatie van meerdere biljoenen dollars, stuk voor stuk uit de Amerikaanse technologiesector, maar er zijn ook heel waardevolle bedrijven uit traditionele sectoren, zoals **Eli Lilly** in de farmaceutica (marktwaarde 855 mld. USD) of **EXXON Mobile** in de energiesector (marktwaarde 500 mld. USD). We willen met deze analyse onze lezers er niet toe aanzetten bepaalde aandelen te kopen, maar wel nagaan welke factoren het succes van de Amerikaanse aandelenmarkt kunnen verklaren. Tegelijk willen we proberen te achterhalen of hij dat huzarenstukje kan volhouden en wat we eruit kunnen leren wanneer we andere financiële activa kopen.

Het Amerikaanse kapitalistische systeem kreeg na de Tweede Wereldoorlog weliswaar beetje bij beetje de bovenhand, maar dat het zich dermate superieur zou tonen, stond in 2009 allesbehalve vast. Met de implosie van de internetzeepbel in de vroege jaren 2000 en de subprimecrisis van 2008, waarbij verschillende banken omvielen en Amerikaanse iconen zoals General Motors over de kop gingen, had de Amerikaanse aandelenmarkt in minder dan tien jaar tijd twee van zijn zwaarste crisissen te verwerken gekregen. Het decennium daarvoor had beleggen in de opkomende markten een veel groter rendement opgeleverd dan Amerikaanse aandelen in portefeuille hebben, en een aantal waarnemers van de financiële markten begon te twijfelen aan de veerkracht van de Amerikaanse beurs.



Figuur 1 – Rendement van de S&P 500 (zwart) tegenover de MSCI Emerging Markets Index (groen) van 2000 tot 2007 – Bron: Bloomberg

Na twee decennia van hervormingen sinds de jaren 1980 was ook China goed op weg om de grootste economie ter wereld te worden. Voor de meeste economen van dat moment was de vraag alleen nog hoe snel het die positie zou veroveren, aangezien de veel grotere Chinese bevolking beter opgeleid en veel productiever was dan vroeger. De Chinese Communistische Partij was nog slechts 'communistisch' in naam en op de beurzen van Sjanghai en Hongkong regende het beursintroductions. De afgelopen vijftien jaar is bovendien de levensstandaard van de gemiddelde Chinees gigantisch gestegen. Tussen 2009 en 2022 is China's bbp per hoofd van de bevolking tegen koopkrachtpariteit (KKP) in huidige USD meer dan verdubbeld, van 8.300 USD naar ruim 22.000 USD¹. Dat heeft ook aanzienlijke sociale vooruitgang met zich meegebracht, zoals blijkt uit de index van de menselijke ontwikkeling, die in China gestegen is van 0,699 in 2009 naar 0,768 in 2024².

De gemiddelde Amerikaanse burger, daarentegen, heeft wel enige vooruitgang geboekt, maar lang niet zoveel als in China, en heeft enkele grote maatschappelijke crisissen te verwerken gekregen. Qua bbp per hoofd van de bevolking tegen KKP gingen de VS er tussen 2009 en 2022 met meer dan 60% op vooruit, maar hun score op de index van de menselijke ontwikkeling kalfde af van 0,956 in 2009 tot 0,921 in 2024³. Op de aandelenmarkt, daarentegen, was de gemiddelde belegger **veel beter af in de VS dan in China**, zoals onderstaande grafiek laat zien. Beide deden het aanvankelijk goed, maar de Amerikaanse markt was meestal minder volatiel en heeft sinds begin 2021 een enorme voorsprong uitgebouwd. De Amerikaanse markt veerde sterk op na de coronacrisis en kreeg wel klappen tijdens de inflatiepiek van 2022, maar is sindsdien sterk hersteld dankzij de standvastige economie, de stabiliserende rente en de sterke stijging van technologieaandelen. De Chinese markt lijkt daarentegen te lijden aan een aanslepende coronabesmetting, die sinds 2021 nog verergerd wordt door een vastgoed- en vertrouwenscrisis.

¹ BBP per hoofd van de bevolking, KKP (huidige internationale \$) – China | Data (worldbank.org).

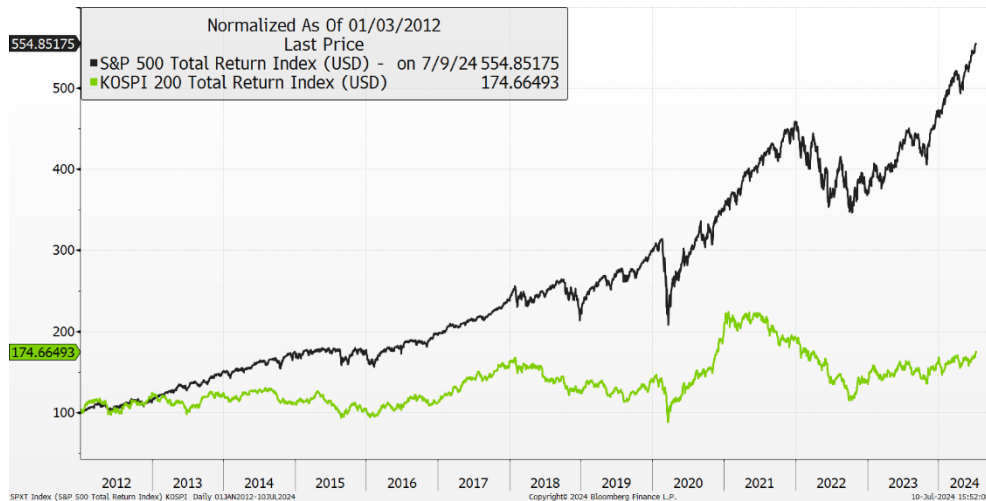
² Rijke landen bereiken recordniveau van menselijke ontwikkeling, maar de helft van de armste landen gaat erop achteruit, stelt het Ontwikkelingsprogramma van de VN vast | Ontwikkelingsprogramma van de Verenigde Naties (undp.org)

³ Measuring America: 10 Years and Counting - Measure of America: A Program of the Social Science Research Council.



Figuur 2 – Rendement van de S&P 500 (zwart) tegenover de MSCI China Index (groen) sinds 2007 – Bron: Bloomberg

Zoals de vergelijking tussen China en de VS al aangeeft, leidt sterke economische groei niet noodzakelijk tot solide beursprestaties. Economische groei is doorgaans wel een basisvoorwaarde voor beursrendement en een sputterende economie – zoals de Japanse in de jaren negentig – is zeker niet bevorderlijk voor de aandelenmarkt, maar voor sterke beursprestaties moeten ook andere voorwaarden vervuld zijn. Onze ervaring met beleggen in de afgelopen decennia heeft ons geleerd dat succes op de beurs vereist dat **de belangen van aandeelhouders en management gelijklopen, bedrijven goed bestuurd worden, de aandelenmarkt en de maatschappij als geheel met elkaar verweven zijn**. Als de brede maatschappij niet bij de aandelenmarkt betrokken is, profiteert alleen een handvol aandeelhouders van sterke beursprestaties. De ergste gevallen waarin aandeelhouderswaarde verloren is gegaan, waren meestal situaties waarin het loon en de status van het topmanagement **niet gekoppeld waren aan hoe de bedrijven die zij leidden op lange termijn op de beurs presteerden**. De meeste Japanse bedrijven hadden vroeger wederzijdse participaties om zeggenschap over elkaar te houden, wat een rem zette op herstructureringen en het management beschutte tegen activistische beleggers die verandering wilden bewerkstelligen. De Franse overheid mengde zich tot voor kort veel te sterk in het beheer van grote bedrijven en had een actieve draaideur tussen de regering en het management en bestuur daarvan. De voorbije jaren is er op dat vlak veel verbeterd, maar we kunnen alleen hopen dat de lopende Franse verkiezingen die vooruitgang niet tenietdoen. In Duitse bedrijven hebben de vakbonden, van wie de belangen niet noodzakelijk sporen met die van de aandeelhouders, soms een stevige vinger in de pap. Dat kan leiden tot buitensporige investeringsbudgetten en een verkeerde aanwending van kapitaal. In Italië maakten machtige families gebruik van piramideconstructies om met een klein aandelenbelang zeggenschap uit te oefenen over grote overheidsbedrijven, wat ten koste kon gaan van de minderheidsaandeelhouders. De Zuid-Koreaanse markt was het toneel van bijzonder bedenkelijke bestuurspraktijken. Om onder een van de hoogste erfenisbelastingen in de OESO (meer dan 50%) uit te komen, namen rijke en machtige families hun toevlucht tot wel heel erg creatieve bedrijfsherstructureringen. Dat ging meestal gepaard met een uitzonderlijk lucratief contract voor een bedrijf dat in handen was van de erfgenamen van een chaebol (Zuid-Koreaans conglomeraat), waardoor de marktkapitalisatie ervan de hoogte in schoot, waarna het fuseerde met het kernbedrijf. Op die manier werd niet alleen de Zuid-Koreaanse schatkist opgelicht, maar ook iedere minderheidsaandeelhouder van het kernbedrijf. De praktijken verminderden het rendement op het eigen vermogen, ontwrichtten de kapitaalmarkten en leidden uiteindelijk tot ondermaatse beursprestaties. Zoals de onderstaande grafiek laat zien, deed de Zuid-Koreaanse aandelenmarkt (in het groen) het sinds 2012 veel slechter dan de Amerikaanse, ondanks een sterke binnenlandse economie en de aanwezigheid van wereldtoppers zoals Hyundai en Samsung.

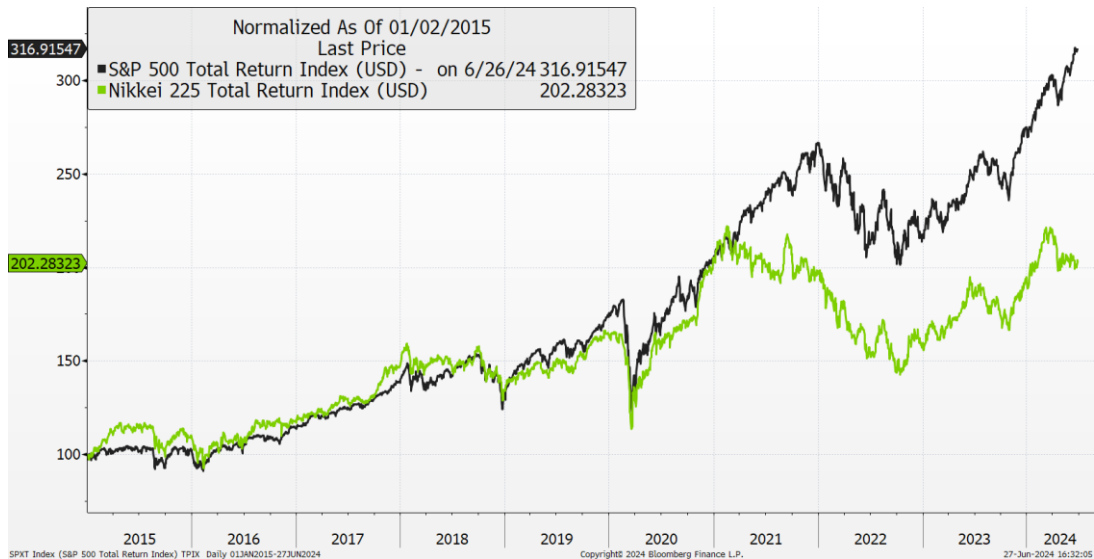


Figuur 3 – Rendement van de S&P 500 (zwart) tegenover de Zuid-Koreaanse KOSPI 200 (groen) sinds 2007 – Bron: Bloomberg

Ook in de VS kunnen er bestuursproblemen zijn bij bedrijven en het systeem is er zeker niet perfect, maar de ervaren toezichthouder, activistische fondsen, grote private-equityspelers, het assertieve rechtssysteem, de vrije pers en de politieke vrijheid zorgen er doorgaans wel voor dat kapitaal efficiënt wordt ingezet en de belangen van minderheidsaandeelhouders niet worden geschaad. Een ander kenmerk van het Amerikaanse systeem is dat het **aandelenbezit relatief breed gespreid is** in persoonlijke portefeuilles en pensioenregelingen (401k). Meer dan 60% van de Amerikaanse burgers bezit vandaag aandelen⁴, een betrekkelijk constant cijfer dat de afgelopen decennia nooit onder de 50% is gedaald, zelfs niet tijdens het dieptepunt na de financiële crisis in 2009. Nog belangrijker is dat een groot deel van de Amerikanen voor hun pensioen afhankelijk zijn van hun beleggingen in aandelen. Daardoor spreken de twee grote politieke partijen in de Verenigde Staten, die over de meeste dingen grondig van mening verschillen, wel eensgezind hun steun uit voor het kapitalistische systeem en de aandelenmarkt.

Een positieve ontwikkeling voor wie wereldwijd belegt is dat een aantal goede praktijken voor aandelenmarkten de afgelopen jaren breder ingang gevonden hebben. China, dat tot in 1990 helemaal geen aandelenmarkt had, heeft nu bijzonder geavanceerde kapitaalmarkten en een aantal bedrijven van wereldklasse. Onder Xi Jinping heeft de overheid haar greep echter opnieuw versterkt, en dat is niet noodzakelijk in het belang van de aandeelhouders. De Japanse beurs, die het van 1990 tot 2015 bar slecht deed, heeft de afgelopen jaren belangrijke stappen vooruit gezet en meer oog gekregen voor aandeelhoudersrendement. In combinatie met de daling van de yen heeft dat geleid tot veel betere beursprestaties. Het gevaar bestaat echter dat die opleving slechts tijdelijk is, want de NIKKEI 225 hield van 2015 tot eind 2020 wel gelijke tred met Amerikaanse aandelen, maar heeft het sindsdien moeilijk.

⁴ <https://www.statista.com/chart/30224/share-of-americans-who-own-stock/>



Figuur 4 – Rendement van de S&P 500 (zwart) tegenover de Japanse NIKKEI 225 (groen) sinds 2015 – Bron: Bloomberg

Tot besluit kunnen we stellen dat het bijzonder grote gewicht van Amerikaanse aandelen in wereldwijde indices niet per se een probleem hoeft te zijn. Een aantal positieve factoren ondersteunt de Amerikaanse markt: een ijzersterke binnenlandse economie, ondernemingszin, openheid voor talent uit de rest van de wereld en een cultuur van waardecreatie voor aandeelhouders. Ook elders vinden we een deel van die kenmerken terug. De huidige generatie Chinese ondernemers verstaat, net zoals hun Amerikaanse tegenhangers, de kunst om uitzonderlijke mondiale bedrijven uit te bouwen, maar de Chinese overheid heeft een dubieuze houding tegenover welvaartscreatie en is gesloten en autoritair. Europa kan bogen op een solide rechtsstaat en op een vrije, open en hooggeschoolde samenleving, maar vergrijsst, kampt met zware economische tegenwind en staat niet altijd even welwillend tegenover kapitalisten. Dat wil niet zeggen dat in de Verenigde Staten voor beleggers alles rozengeur en maneschijn is: in de index wegen een paar dure technologieaandelen heel zwaar door, het begrotingstekort is problematisch en de kans op nieuwe handelsoorlogen, die de inflatie zouden aanwakkeren, is reëel. Bij TreeTop hebben we er geen bezwaar tegen om een aanzienlijk deel van onze beleggingen aan te houden in Amerikaanse aandelen, maar houden we ook graag de risico's onder controle door te diversifiëren, bijvoorbeeld via onze S&P 500 Buyback Free Cash Flow-strategie, die sterker is blootgesteld aan waarde aandelen. We blijven ook bedrijven identificeren buiten de Verenigde Staten die enkele van de beste praktijken uit de VS hebben overgenomen en soms een enorm waardepotentieel hebben. Een wereldwijde benadering blijft algemeen gesproken onze uitverkoren manier om een maximaal potentieel rendement na te streven en tegelijk het dalingsrisico te beperken als een regio een bijzonder moeilijke periode doormaakt⁵.

Onze overtuigingen

Sinds de begindagen van TreeTop Asset Management stellen we ons voortdurend de vraag of onze beleggingsaanpak de juiste is. We hebben altijd een mondiale blik gehanteerd en geprobeerd om de beste beleggingskansen te grijpen, waar die ook te vinden waren: Japanse aandelen en obligaties in de jaren 1980, Zuid-Koreaanse, Chinese en Indiase aandelen in de afgelopen twintig jaar, en recenter fondsbeheer op basis van sterke overtuigingen en gediversifieerde passieve beleggingen met lage kosten. We hebben er ook nooit voor teruggedeinsd om slechte beleggingen als zodanig te benoemen, zelfs als we daarmee tegen de stroom in roeiden. De jongste jaren spraken we ons uit tegen vastrentende effecten en obligaties, ook al werden die in Europa 'veilig' genoemd. Ze bleken in 2022 allesbehalve veilig te zijn en zijn sindsdien ver achtergebleven bij de wereldwijde aandelenmarkten. We waren en zijn voorzichtig met vastgoed en private equity, want beleggers zijn eraan gewend geraakt dat de rente daalt en we zijn niet zeker dat die beleggingsklassen ook bij stagnerende of stijgende rente een goed rendement zullen blijven opleveren. We hebben altijd al positief gestaan tegenover de wereldwijde aandelenmarkt en de Verenigde Staten blijven zoals hiervoor

⁵ Resultaten uit het verleden zeggen niets over de toekomst.

uiteengezet wellicht een prima bestemming voor onze beleggingen⁵. Een sector waarin voorzichtigheid ons echter wel geboden lijkt, zijn Amerikaanse megakapitalisaties uit de technologiesector. Zij braken als eerste door de waarderinggrens van 1 biljoen USD en vervolgens die van 2 biljoen USD, en enkele hebben inmiddels een marktkapitalisatie van 3 biljoen USD in het vizier of zelfs al behaald. Om wat bevattelijker te maken hoe gigantisch de waardering van NVIDIA is: dat is 3.000.000.000.000 USD of 115 miljoen USD marktkapitalisatie per werknemer. Voor Belgische lezers die dat in perspectief willen plaatsen: een koersstijging of -daling van NVIDIA met 15% zou de waarde van het bedrijf doen toe- of afnemen met het equivalent van het Belgische bbp. Het recente koersverloop vertoont enige gelijkenis met de late jaren 1990, maar in tegenstelling tot de internetzeepbel, toen beleggers veel te veel betaalden voor onbeproefde zakenmodellen, schuilt het risico ditmaal eerder in de vraag of die technologiebedrijven hun winsten snel genoeg zullen kunnen laten aanzwellen en lange tijd extreem hoge marges zullen kunnen aanhouden. **TESLA**, pionier in elektrische auto's, is een goed voorbeeld van wat er kan gebeuren wanneer je veel betaalt voor een uitstekend bedrijf, dat de hoge verwachtingen echter niet kan waarmaken. Het realiseerde aanvankelijk een uitstekende winstgroei, als pionier in een nieuwe markt, maar werd na enige tijd bijgebeend door zijn concurrenten en/of kreeg te maken met een minder snel groeiende markt dan verwacht, waarop het aandeel een forse correctie onderging.

Omdat het gewicht van de Amerikaanse technologie-reuzen in de wereldwijde indices alleen maar groter werd, hebben we de twee voorbije jaren uitgekeken naar beleggingsstrategieën die een uitstekend rendement opleveren én een tegenwicht bieden tegen dat risico. Na anderhalf jaar zoeken ontdekten we de S&P 500 Buyback Free Cash Flow -index. Meer informatie over hoe die strategie werkt en waarom zij er volgens ons in slaagt om systematisch een solide rendement te behalen, vindt u in onze vorige nieuwsbrief. Sinds begin dit jaar heeft de strategie ruim 10% winst geboekt, weliswaar iets minder dan de S&P 500, maar aanzienlijk meer dan de index van waarde aandelen uit de S&P 500, die blijft steken op een stijging van 4%, of de index van de S&P 500 exclusief de technologiesector, die zowat 6% hoger noteert dan begin dit jaar. Interessant is dat de beleggingsstrategie de weging van haar beleggingen sterk blijft bijsturen op basis van de vrije kasstroom en de inkoop van eigen aandelen. Begin dit jaar was de strategie sterk blootgesteld aan Amerikaanse olie- en gasraffinerijen en energieaandelen. Sinds de jongste herschikking komt geen enkele van de vijf grootste posities nog uit de energiesector:

- **DECKERS OUTDOOR CORP (marktkapitalisatie 25 miljard USD):** een Amerikaanse kledingfabrikant die zich specialiseert in outdoorschoeenen en onder meer UGG bezit, een luxemerken van schoenen in schapeleer.
- **WELLS FARGO (marktkapitalisatie 205 miljard USD):** een van de grootste retailbanken in de Verenigde Staten.
- **ARCHER-DANIELS-MIDLAND (marktkapitalisatie 30 miljard USD):** een van 's werelds grootste spelers in de toeleveringsketen voor de landbouw en leverancier van voeding en veevoeder met activiteiten in meer dan 190 landen.
- **PAYPAL HOLDINGS (marktkapitalisatie 61 miljard USD):** een technologieplatform dat digitale en mobiele betalingen mogelijk maakt voor consumenten en handelaars.
- **ULTA BEAUTY (marktkapitalisatie 18 miljard USD):** de grootste verkoper van schoonheidsproducten in de Verenigde Staten.

Wat al deze bedrijven gemeen hebben, is dat zij een aanzienlijke vrije kasstroom kunnen genereren en hun managementteams geloven dat hun aandelen ondergewaardeerd zijn en daarom op grote schaal eigen aandelen inkopen. De vrije kasstroom bepaalt in fine de waarde van een aandeel, want hij bepaalt hoeveel geld er overblijft om de aandeelhouders te vergoeden nadat alle kosten, inclusief kapitaalinvesteringen, betaald zijn. Bedrijven kopen die een hoog rendement op de vrije kasstroom opleveren (koers/vrije kasstroom) is meestal een aantrekkelijke benadering, maar niet zonder rekening te houden met de toekomst en de houdbaarheid van die kasstromen. Daarom vult de strategie die aan met enkele interessante filters. Ze koopt bijvoorbeeld alleen **Amerikaanse aandelen met een middelgrote of grote marktkapitalisatie**. Zoals eerder gezegd leveren de Amerikaanse aandelenmarkten meestal een beter rendement op en zijn ze efficiënter dan andere markten. Ze zijn ook streng gereguleerd, waardoor de kans dat bedrijven hun cijfers vervalsen er kleiner is dan elders. Een andere indicator die vertrouwen inboezemt, is **eigen**

⁵ Resultaten uit het verleden zeggen niets over de toekomst.

aandelen inkopen. Het wijst er namelijk op dat het managementteam het aandeel ondergewaardeerd vindt.

Een belangrijk vraagstuk bij belegging is de **weging**, of hoeveel van uw totale vermogen u in een bepaalde belegging stopt. Indexen zijn meestal hetzij **gewogen naar marktkapitalisatie**, wat wil zeggen dat de grootste bedrijven, zoals **Microsoft** en **NVIDIA**, een grotere potentiële impact op het resultaat hebben, hetzij **gelijkgewogen**, wat wil zeggen dat elk bedrijf in de index dezelfde weging krijgt. Geen van beide methodes voldoet helemaal: de eerste houdt het risico in dat veel kapitaal naar heel grote en dure aandelen vloeit, de tweede stelt te veel geld bloot aan het risico van kleine bedrijven. **Echt actieve beleggingsstrategieën** (geen stiekeme passieve indexknuffelaars) proberen een betere weging tot stand te brengen en beleggen het grootste deel van hun portefeuille in bedrijven met het grootste potentieel. Toch blijven actieve beheerders mensen, met al hun gebreken, en kunnen ze nooit 100% objectief zijn. Dat is wat een kwantitatieve strategie zoals de S&P 500 Buyback Free Cash Flow zo interessant maakt: ze combineert menselijk inschattingsvermogen met kwantitatieve maatstaven in de hoop langdurig een stabiel rendement te genereren⁶.

Het TreeTop-team staat als steeds paraat om uw vragen te beantwoorden en wenst u alvast een geslaagde beleggingszomer.

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 juni 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.

⁶ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

