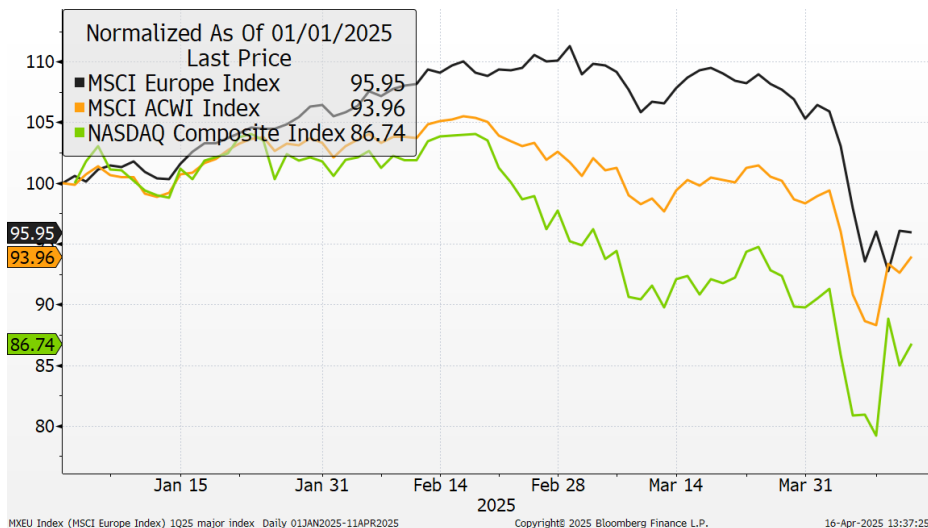


Economische en beursconjunctuur

2025 begon goed voor de financiële markten en het leek erop dat het weer een uitstekend jaar voor beleggers zou worden. Op 31 januari waren de wereldwijde markten (MSCI ACWI) 2,7%, de Europese beurzen 6,5% en onze US Buyback Free Cash flow-strategie 5,0% meer waard dan in het begin van het jaar. Maar dan, volgens de woorden van Robert Armstrong, de Amerikaanse financieel commentator van de **Financial Times**:

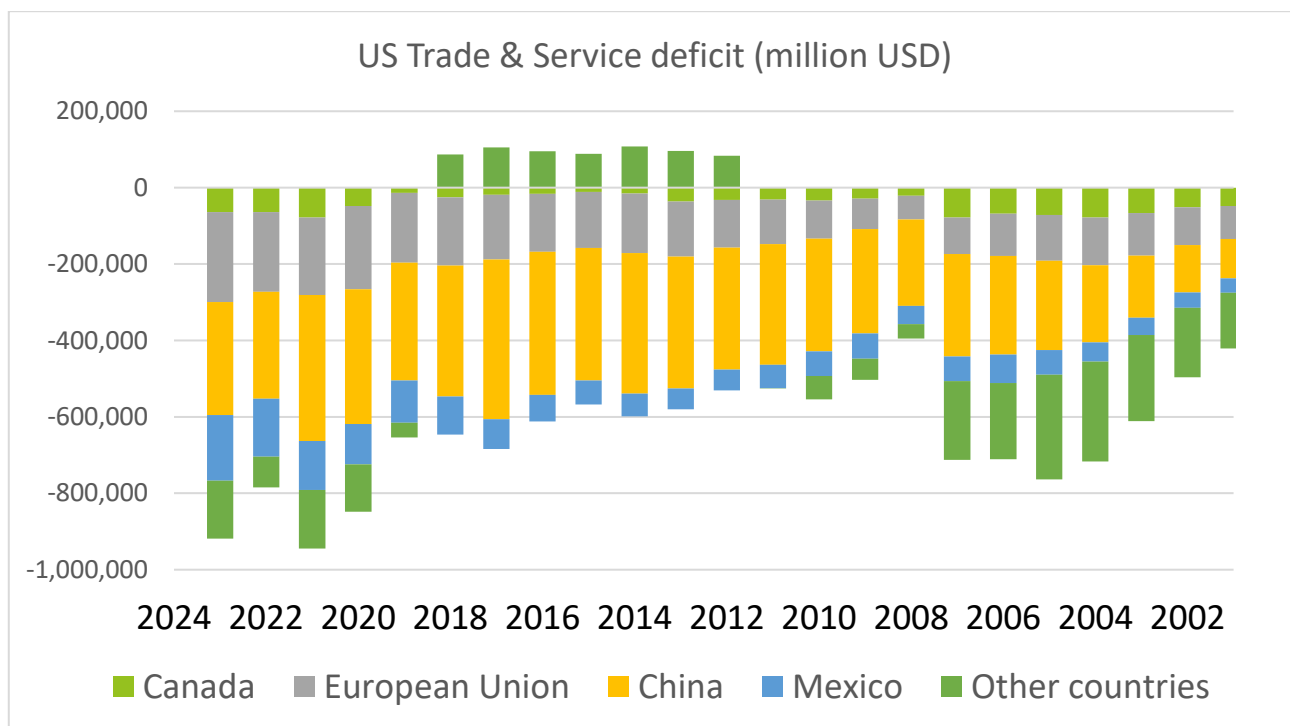
“...was er de economische beleidsvorming van de regering-Trump, onvoorspelbaar en incompetent op een moment waarop hoge tekorten en aanhoudende inflatiezorgen geen ruimte lieten voor amateurisme...”

De meeste beleggers verwachtten begin april maatregelen omtrent de internationale handel, omdat Donald Trump hierover campagne had gevoerd, maar slechts weinigen hadden zulke uitgebreide maatregelen verwacht. Vrijwel geen enkel land ontsnapt aan douanerechten, zelfs exporten van de meest hechte bondgenoten van de VS zoals het Verenigd Koninkrijk en Australië, worden onderworpen aan 10% douanerechten. Op de uitvoer van auto's, aluminium en staal wordt dat 25%. De andere verrassing is het hoge niveau van de tarieven, 20% op de invoer uit de EU, 31% op Zwitserland, 46% op Vietnam en sinds kort 145% op de invoer uit China! Er zijn verschillende eigenaardigheden, zoals opgelegde tarieven aan landen met een negatieve handelsbalans met de VS of het geval van de Heard en McDonaldeilanden die alleen door pinguïns en zehonden worden bewoond. Bovendien lijkt de Amerikaanse regering een halfslachtige houding te nemen. Na een plotse beursdaling en de verkoopgolf van Amerikaanse staatsobligaties heeft Donald Trump momenteel besloten de meeste tarieven voor 90 dagen op te schorten voor de meeste landen met de opvallende uitzondering van China. Deze verandering leidde tot een sterk herstel voor de meeste aandelen op donderdag 10 en vrijdag 11 april en hopelijk tot meer bedachtzame onderhandelingen in de toekomst.



Afbeelding 1 Bron: Bloomberg

Een aantal beleggers kunnen zich misschien afvragen waarom de regering-Trump plotseling besloot een handelsoorlog met de hele wereld te beginnen, terwijl de Amerikaanse economie een topprestatie opleverde met een lage werkloosheid, een bloeiende aandelenmarkt tot de laatste weken en een leiderschap op het gebied van technologie, farmaceutica, energieproductie, mondiale financiën en media. Hoewel het algemene economische beeld in de Verenigde Staten vrij sterk is sinds het einde van de COVID-19-pandemie en in de afgelopen decennia, zijn er een paar structurele zwakheden die problematisch kunnen worden als ze niet goed worden aangepakt. Een mogelijk probleem met de Amerikaanse economie is het structurele handelstekort, wat betekent dat het land meer goederen en diensten importeert dan dat zijn export oplevert. De Verenigde Staten hebben sinds het begin van de jaren tachtig een structureel handelstekort gehad, maar dat tekort is aanzienlijk toegenomen na de toegang van China tot de Wereldhandelsorganisatie begin 2000 en bereikte in 2006 een eerste piek van bijna 800 miljard USD per jaar. Het tekort liep eerst na de financiële crisis in 2007 aanzienlijk terug als gevolg van de lagere totale vraag in de Verenigde Staten, maar ook als gevolg van de schalieolie- en gasrevolutie, die de energie-invoer massaal verminderde. Het tekort nam opnieuw toe na de COVID-19-pandemie, toen Amerikaanse huishoudens een koopwoede begonnen aangezien ze geld over hadden en vol vertrouwen waren dankzij de bloeiende aandelen- en arbeidsmarkt.



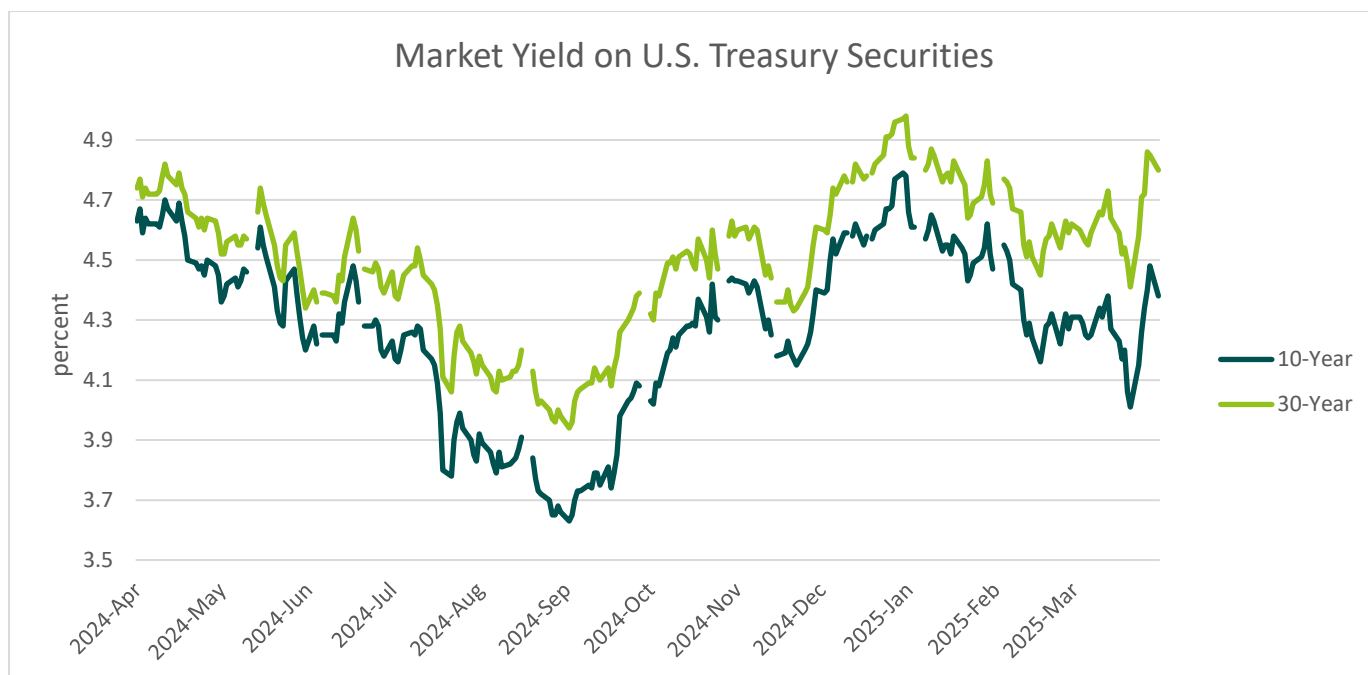
Amerikaanse handels- en dienstentekort (in miljoen USD) - Bron: Bloomberg

Een handelsbalans is echter maar een deel van het plaatje. Een land kan een structureel handelstekort hebben zonder gevolgen, zolang andere financiële stromen de tekorten compenseren. De Amerikaanse economie heeft een aantal kenmerken die dat soort handelstekort oneindig zouden kunnen toelaten.

Ten eerste is in de VS het grootste aantal multinationals gevestigd. Deze bedrijven maken een belangrijk deel van hun winst buiten de Verenigde Staten. Honderden miljarden die in het buitenland worden gegenereerd, kunnen relatief snel in USD worden gerepatriëerd om leningen, inkoop van eigen aandelen of dividenden terug te betalen. De tweede en waarschijnlijk belangrijkste factor die structurele tekorten mogelijk maakt, is dat **de USD en het Amerikaanse financiële systeem** veel meer vertegenwoordigen dan alleen de Amerikaanse economie, ze **zijn wereldwijd de referentie voor het financiële systeem en de munteenheid**. Over de hele wereld lenen, sparen, beleggen en handelen bedrijven, overheden en huishoudens in USD in plaats van een binnenlandse munteenheid te gebruiken. Historisch gezien hebben de Verenigde Staten als enige werkelijk geglobaliseerde supermacht geprofiteerd van de status van veilige haven. Momenteel hebben 11 landen de USD als officiële munt aangenomen en nog veel meer landen hebben op de dollar gebaseerde economieën. Olie, nog steeds de belangrijkste grondstof ter wereld, wordt ook verhandeld in USD. De meeste wereldwijde investeringsbanken zijn ook prominent Amerikaans, wat betekent dat veel financiering in de wereld ook in USD gebeurt. Als gevolg daarvan gedraagt de USD zich doorgaans heel anders dan andere munteenheden. Het steeg in 2008, terwijl de Verenigde Staten een grote financiële crisis doormaakten! Het nadeel van een zeer sterke munt, die zich niet echt aanpast aan de concurrerende handelspositie van een land, is dat het zeer moeilijk kan zijn voor lokale fabrikanten om competitief te zijn. Sommige economen stellen dat Duitsland enorm profiteerde van de onderwaardering van de euro. Op dezelfde manier zou men een argument kunnen maken dat Amerikaanse fabrikanten gedecimeerd werden door een sterke USD. Het is geen toeval dat de obsessie van Donald Trump gaat over het devalueren van de USD. Zijn acties, het proberen om de mondiale economische orde in slechts een paar maanden te herschikken, kunnen een aantal ernstige gevolgen hebben. Als zijn tariefbeleid niet ingrijpend wordt gewijzigd, zal de inflatie in de Verenigde Staten waarschijnlijk toenemen. De Amerikaanse regering hoopt dat bedrijven over de hele wereld hun productie naar de Verenigde Staten zullen overbrengen, maar het zou averechts kunnen werken omdat ondernemers deze strategische beslissingen niet zullen nemen als er zoveel onzekerheid heerst. Zelfs in een best-case scenario voor de Verenigde Staten zou het jaren duren om de nodige fabrieken te bouwen. De tarieven zullen lokale fabrikanten misschien niet eens helpen, aangezien de geavanceerde producten van vandaag een wereldwijde toeleveringsketen vereisen. Zo worden de tarieven bijvoorbeeld geacht de Amerikaanse automakers te helpen, maar analisten schatten dat het de Amerikaanse autofabrikanten wel eens 40 miljard dollar per jaar kan kosten door verhoogde importtarieven van componenten. Naast de directe gevolgen van de heffingen zouden andere landen tegenmaatregelen kunnen nemen die de Amerikaanse economie zwaar treffen, zo zou China de export van zeldzame aardmetalen, die essentieel zijn voor hoogwaardige producten zoals de F35 straaljager van Lockheed Martin, opnieuw kunnen beperken.

Naast de handelstekorten heeft de VS ook grote overheidstekorten. Een belangrijk deel van de staatsobligaties wordt gekocht door buitenlandse beleggers. Na 'Bevrijdingsdag'¹ steeg de rente op Amerikaanse staatsobligaties fors. Het leek erop dat de verkoopgolf voor Trump de belangrijkste reden was om terug te krabbelen op de tarieven. De besmetting breidt zich uit naar de private schuld, met uitgifte en herfinanciering op een historisch dieptepunt.

¹ De Amerikaanse president Donald Trump noemde 2 april 'Bevrijdingsdag' en zei dat het 'een van de belangrijkste dagen in de Amerikaanse geschiedenis' was door de pas ingevoerde wederzijdse tarieven.



Markttrendement op Amerikaans staatspapier - Bron: US Federal Reserve

Na al dat negatieve nieuws zou men zich pessimistisch kunnen voelen over de marktvooruitzichten. Ter herinnering: de prestaties van Amerikaanse aandelen in 2024 en 2023 waren buitengewoon en werden vooral ondersteund door de hogere winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven. De correctie van de USD heeft de munt uiteindelijk teruggebracht tot het niveau van vóór de Trump-verkiezingen.

Een andere geruststelling is dat politieke leiders onder voldoende druk zwichten. Trump pauzeerde de meeste tarieven voor een periode van 90 dagen om onderhandelingen met andere landen te beginnen. Onder Liz Truss schraptten de Britse Conservatieven hun begrotingsvoorstellen omdat hun belastingverlagingen niet gefinancierd waren en Xi Jinping liet in China het nul Covid-beleid vallen na protesten in het hele land. Het Amerikaanse Congres is in actie gekomen met een voorstel om de president ervan te weerhouden tarieven toe te passen zonder hun goedkeuring. Het voorstel heeft Republikeinse steun vergaard, echter nog niet voldoende om een presidentieel veto te omzeilen. Maar als Trump zijn roekeloze acties voortzet, zal hij mogelijk de macht verliezen om extra tarieven op te leggen. Voorlopig geven Republikeinse congresleden Donald Trump het voordeel van de twijfel, maar dit zou snel kunnen veranderen als burgers hun baan gaan verliezen en de inflatie aantrekt.

Onze overtuigingen

Tegen de achtergrond van een daling van de Amerikaanse aandelen² met 16% sinds het begin van het jaar tot nu en de zogenaamde 'Magnificent 7'³ met 25% sinds het begin van het jaar tot nu, hebben de strategieën van TreeTop relatief goed gepresteerd⁴ en de nodige diversificatie geboden.

	Rendement van de indices in Euro (Geannualiseerd totaalrendement)			
	YTD 31/12/2024 – 11/04/2025	1 Jaar 12/04/2024 – 11/04/2025	3 Jaar 18/04/2022 – 11/04/2025	5 Jaar 13/04/2020 – 11/04/2025
MSCI ACWI	-13.5%	-0.9%	5.3%	12.7%
S&P 500 Buyback FCF	-10.1%	-4.7%	6.1%	18.2%
S&P 500	-16.2%	-0.1%	6.9%	15.2%
NASDAQ Composite	-20.6%	-2.0%	7.1%	15.5%

Bron: Bloomberg

² S&P500 (SPX Index) in euro (op 11 april)

³ Bloomberg Magnificent 7 (BM7P Index) in euro (op 11 april)

⁴ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd

S&P500 Share Buyback FCF-strategie

De strategie heeft de eerste drie maanden van het jaar veel beter doorstaan dan de algemene Amerikaanse aandelenmarkt, aangezien ze zich richt op bedrijven die aantrekkelijk gewaardeerd zijn en daardoor vaak een veel lagere blootstelling heeft aan grote technologiebedrijven die de S&P500 domineren. Onderstaande grafiek toont aan dat de strategie verhandeld wordt tegen een veel lagere K/W (Koers/Winst) ratio dan de S&P500.



Bron: Bloomberg

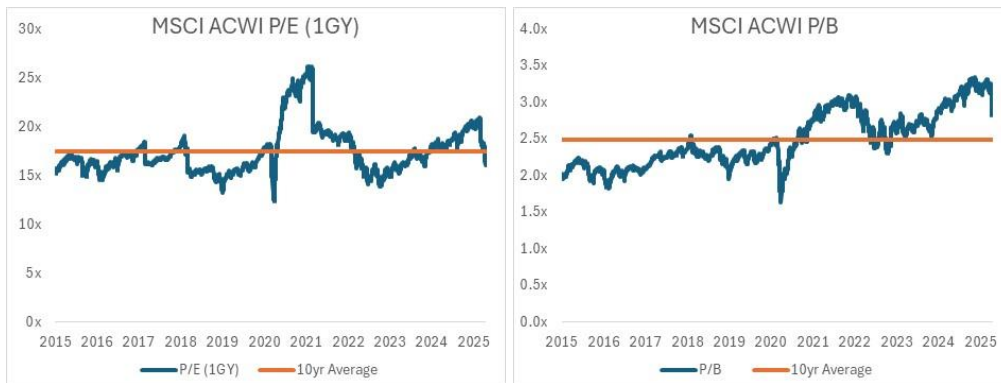
Sinds het begin van het boekjaar heeft de strategie geprofiteerd van haar blootstelling aan gezondheidszorg (zoals **Cencore**, een farmaceutisch bedrijf, **McKesson**, een distributeur, en **HCA**, een ziekenhuisgroep), telecommunicatie (zoals **T-Mobile**, een draadloze netwerkbeheerder) en basisconsumptiegoederen (zoals **Monster Beverage**, een producent van energiedranken), die allemaal relatief defensieve sectoren zijn en beter presteerden door de toegenomen bezorgdheid over de Amerikaanse economische groei.

De prestaties van de strategie werden daarentegen negatief beïnvloed door namen die blootgesteld zijn aan de AI-investeringscyclus (zoals **Dell Technologies**, een bedrijf dat servers en computers produceert, en **Vistra**, een nutsbedrijf) of aan tarieven (zoals **General Motors**, een autofabrikant) en die als meer conjunctuurgevoelig worden beschouwd (zoals **Lennar**, een huizenbouwer).

Wereldwijde aandelenstrategie

TreeTop heeft altijd geloofd in een wereldwijde benadering van beleggen. De wereldwijde aandelenmarkt, vertegenwoordigd door de MSCI All Countries World Index (MXWD Index), behoudt een aanzienlijke blootstelling aan de VS (65% eind maart), maar biedt ook blootstelling aan andere markten, zoals Europa, China en India, die dit jaar allemaal beter presteerden dan de VS. De diversificatie is nog groter op bedrijfsniveau, met meer dan 2.500 componenten.

De waarderingen van de wereldwijde aandelenmarkten zijn de afgelopen twee maanden gecorrigeerd. De koers-winstverhouding (P/E of Price/Earnings) ligt nu onder het 10-jarige gemiddelde. Er bestaat echter uiteraard een risico dat de winst daalt als gevolg van de recente tariefaankondigingen, waardoor de waardering mogelijk het best wordt beoordeeld door in plaats daarvan naar de Koers/Boekwaarde (P/B of Price-to-Book) te kijken. Ook hier zijn de waarderingen dit jaar gecorrigeerd, maar blijven ze boven de langetermijngemiddelden.^{Error! Bookmark not defined.}



Bron: Bloomberg

TreeTop blijft ervan overtuigd dat beleggen in beursgenoteerde bedrijven via de aandelenmarkten de beste manier blijft om op lange termijn vermogen op te bouwen, zelfs in volatiele periodes^{Error! Bookmark not defined.}. De gebeurtenissen van het afgelopen kwartaal en de daaruit voortvloeiende volatiliteit hebben ons eraan herinnerd hoe belangrijk het is om:

- (1) Te diversifiëren en wereldwijd te beleggen. Bij TreeTop zit wereldwijd beleggen in ons DNA. We zijn altijd op zoek geweest naar de interessantste strategieën voor onze cliënten, ongeacht hun locatie of sector.
- (2) Te beleggen in activa zonder hefboomwerking. De hoge volatiliteit kan leiden tot verkoop op de slechtste momenten, wat de neerwaartse bewegingen versterkt. Beleggers met hefboomfinanciering worden gedwongen hun posities te liquideren. Bovendien zijn de markten voor hoogrentende en hefboomleningen in 2025 nagenoeg stilgevallen, waardoor het moeilijker is geworden voor hedgefondsen en private-equitybedrijven die al onder druk stonden.
- (3) Te beleggen op lange termijn: een beleggingshorizon van minstens 5 jaar is essentieel.
- (4) Blootstelling aan overgewaardeerde activa te verminderen: de Nasdaq Composite-index heeft veel meer gecorrigeerd dan de S&P500-index. De verslechtering van het consumenten- en ondernemersvertrouwen en de verruiming van de kredietspreads zijn voorlopende indicatoren van een waarschijnlijke wereldwijde recessie. Bedrijven met een sterke cashflow en lage prijzen presteren doorgaans beter tijdens recessies.

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 11 april 2025

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.
