

Economische en beursconjunctuur

Voor de meeste beleggers over de hele wereld begon april als een slechte grap met de uitspraken en handelsmaatregelen van de Amerikaanse president Donald Trump, die ervoor zorgden dat de S&P 500 en de Amerikaanse dollar onder druk kwamen en de wereldwijde obligatiemarkten in beroering brachten. In onze laatste nieuwsbrief zagen we dat in tijden van paniek, zoals in de beginfase van covidcrisis, de invasie van Oekraïne en nu de wereldwijde handelsoorlog, **paniekverkopen** doorgaans leiden tot aanzienlijke vermogensvernietiging. Een andere vaststelling was dat de meeste politieke leiders, behalve misschien Vladimir Poetin en Kim Jong Un, zich over het algemeen moeten aanpassen als er slechte beslissingen worden genomen, anders zijn hun politieke dagen geteld. Tot nu toe is dit het geval geweest voor de Amerikaanse regering, waarbij onrust op de wereldmarkten heeft geleid tot wereldwijde onderhandelingen en een herroeping van de meest buitensporige handelstarieven. De afgelopen weken hebben ook onze intuïtie bevestigd dat het over het algemeen beter is om af te wachten. De wereldwijde aandelenmarkten hebben zich hersteld en staan nu voor het merendeel dicht bij hun hoogste koers ooit.

Zoals we echter kunnen zien in de onderstaande tabel, is er een grote discrepantie in de wereldwijde aandelenprestaties, variërend van een stijging van 1,5% in de eerste zes maanden van het jaar voor de Nikkei 225 en de “Magnificent Seven”, tot +20% op de beurs van Hongkong, de Hang Seng Index. Het toont wel aan hoe belangrijk het is om wereldwijd gediversifieerd te zijn en de belangrijkste regio's niet over het hoofd te zien. Het is ook opgevallen dat deze prestatiecijfers in **lokale munten** zijn uitgedrukt en dat, hoewel de Amerikaanse aandelenmarkt zich na de minicrisis in april zeer sterk heeft hersteld, de Amerikaanse dollar aanzienlijk in waarde is gedaald ten opzichte van een aantal belangrijke munteenheden in de wereld.

	Prestaties aandelenmarkt (in lokale valuta)							
	MSCI ACWI	S&P 500	NASDAQ	Magnificent 7	STOXX Europe 600	Nikkei 225	Hang Seng	NSE Nifty 50
01/01/2025	841	5,882	19,311	26,067	508	39,895	20,060	23,743
30/06/2025	918	6,205	20,370	26,461	541	40,487	24,072	25,517
Verandering	9.1%	5.5%	5.5%	1.5%	6.6%	1.5%	20.0%	7.5%

Figuur 1 Bron: Bloomberg

Zoals we in de onderstaande tabel kunnen zien, is de Amerikaanse dollar in de eerste zes maanden van het jaar met 8,4% gedaald ten opzichte van de yen en met 12,1% ten opzichte van de euro en heeft hij zich tot dusver niet hersteld. Koersschommelingen zijn moeilijk te analyseren en nog moeilijker te voorspellen, omdat ze afhankelijk zijn van toekomstig beleid en economische schokken. We kunnen alleen maar vaststellen dat de maatregelen van Donald Trump, zoals het ondermijnen van de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank (de Fed) en het mogelijk

aanwakkeren van de inflatie met handelstarieven, de afgelopen maanden druk hebben uitgeoefend op de Amerikaanse dollar.

	Rendementen op overheidsobligaties			Valuta's		Grondstoffen (USD)		
	Amerikaanse rente op 10 jaar (%)	Japan 10 jaar (%)	Duitsland op 10 jaar (%)	USD-JPY	USD-EUR	Brent	Goud	Koper
01/01/2025	4.57	1.10	2.37	157.23	0.97	74.64	2,625	402.65
30/06/2025	4.23	1.43	2.61	144.03	0.85	67.61	3,303	503.00
Verandering	-0.34	0.33	0.24	-8.4%	-12.1%	-9.4%	25.9%	24.9%

Figuur 2 Bron: Bloomberg

Hoewel het helaas onmogelijk is om betrouwbare valutaprognoses te maken, betekent dit niet dat Belgische beleggers op de wereldwijde aandelenmarkt geen actie moeten ondernemen. Zoals u kunt zien in onderstaande grafiek, ligt de Amerikaanse dollar dicht bij zijn waarde in 1998, terwijl de euro tussen 2001 en 2008 bijna in waarde verdubbelde ten opzichte van de Amerikaanse dollar en sindsdien 26% van zijn waarde verloor. Bij TreeTop raden we in de eerste plaats **consistentie** aan. Als een belegger beslist om zijn/haar blootstelling aan vreemde valuta al dan niet volledig in te dekken, moet hij/zij vervolgens de strategie niet halverwege de looptijd veranderen! Net als bij markttiming is er niets erger dan in en uit beleggingen in vreemde valuta te stappen, omdat dit het grootste deel van het rendement van uw portefeuille snel teniet kan doen.

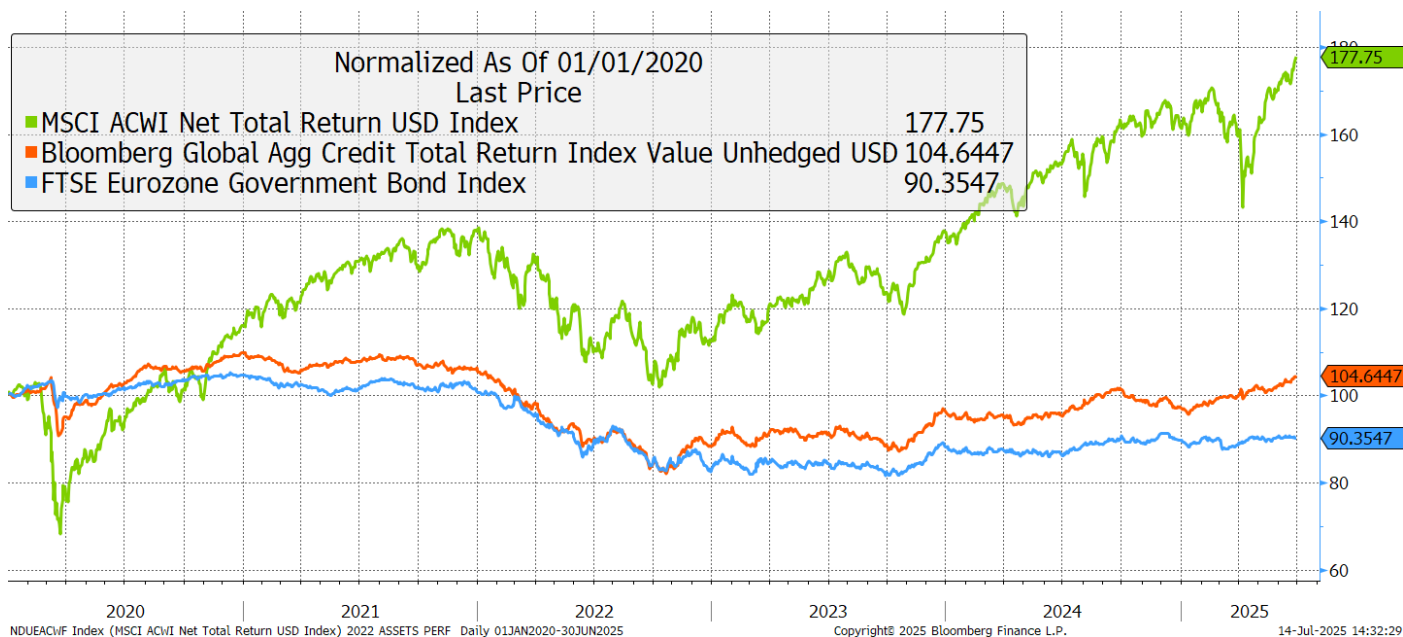
Een andere manier om na te denken over hedging (indekking) en blootstelling aan vreemde valuta is door rekening te houden met de **beleggingshorizon**. Een jongere die over enkele decennia spaart voor zijn pensioen, kan anders denken over hedging dan iemand die over vijf tot tien jaar belegt. Over het algemeen kunnen, naarmate de jaren verstrijken, de hedgingkosten oplopen, terwijl de belangrijkste munten (vooral de euro en de USD) zich in cycli bewegen. Daarentegen zou iemand met een kortere beleggingshorizon (minder dan 10 jaar) en met schulden of aanzienlijke uitgaven in euro's waarschijnlijk een groot deel of het geheel van zijn/haar valutarisico moeten indekken. Een **gesprek voeren met uw financieel adviseur** is over het algemeen het beste om rekening te houden met al uw persoonlijke situaties.



Figuur 3 Bron: Bloomberg

De kleine en hopelijk kortstondige crisis in april was een goede aanwijzing dat markttiming of paniekverkopen zelden goed ideeën zijn.

De afgelopen vijf jaar hebben ons ook aangetoond waarom vastrentende beleggingen (obligaties), die vaak als veilige financiële instrumenten worden beschouwd, behoorlijk slechte beleggingen kunnen zijn, vooral na inflatie. Op onderstaande grafiek over de laatste vijf jaar, zien we dat de wereldwijde aandelenmarkt in USD (in het groen) een totaal nominaal rendement genereerde van bijna 80%, ondanks twee grote crises (de COVID-pandemie in 2020 en de Oekraïne-Russische oorlog in 2022), gevolgd door stijgende inflatie en rentevoeten. De wereldwijde kredietinstrumenten (in het oranje) en Europese staatsobligaties (in het blauw) zijn ongeveer stabiel gebleven en zelfs met 10% gedaald in dezelfde periode. In reële termen (na inflatie) zijn deze cijfers nog slechter, waarbij de gemiddelde Europese en Amerikaanse burger over dezelfde periode een totale inflatie van 25% heeft gekend. Een Europese overheidsobligatiehouder zag zijn koopkracht met bijna 35% dalen door deze instrumenten slechts vijf jaar aan te houden.

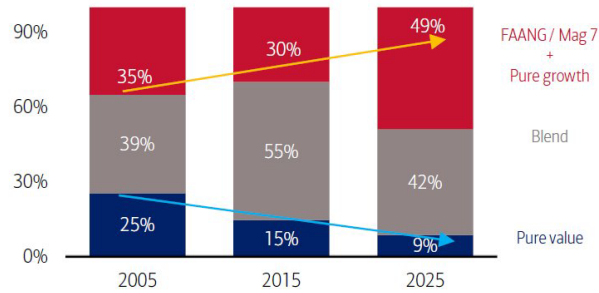


Figuur 4 Bron: Bloomberg

Ondanks de recente stijging van de rendementen, kan de toekomst voor vastrentende beleggers nog steeds teleurstellend zijn, vooral voor beleggers met langlopende Europese staatsobligaties met lage rendementen tussen 2 en 5%. Na belastingen, transactiekosten en inflatie blijft het netto reële rendement gevaarlijk dicht bij 0, wat betekent dat de koopkracht van uw spaargeld in staatsobligaties waarschijnlijk zal blijven dalen. Vastrentende effecten bieden wellicht betere vooruitzichten, zoals hoogrentende bedrijfsobligaties, maar we raden beleggers aan om voorzichtig te zijn, aangezien de wanbetalingspercentages het positieve effect van hogere rendementen kunnen tenietdoen.

Dat betekent echter niet dat de wereldwijde aandelenmarkt een wondermiddel is. Zoals reeds in eerdere paragrafen en nieuwsbrieven besproken, zal de wereldwijde aandelenmarkt volatiel blijven en zal de markt de zenuwen van beleggers blijven op de proef stellen. De juiste index kiezen zal nog steeds cruciaal zijn, aangezien sommige aandelenmarkten, zoals Zuid-Korea en de meeste Europese markten, de afgelopen jaren behoorlijk slechte prestaties hebben geleverd (zie onze nieuwsbrief van het tweede kwartaal in 2024). Overmatige concentratie in zeer grote Amerikaanse technologiebedrijven kan uiteindelijk een probleem worden, zoals geanalyseerd in onze nieuwsbrief van het derde kwartaal in 2024. De investeringsbank Merrill Lynch heeft in een van haar meest recente rapporten opgemerkt dat de S&P500 de afgelopen tien jaar aanzienlijk is veranderd, met veel minder 'waardebedrijven' en veel meer 'groeibedrijven' (zie onderstaande grafiek). Bij TreeTop maken we ons enigszins zorgen over deze ontwikkeling, vooral omdat deze zeer grote technologiebedrijven massaal investeren in 'kunstmatige intelligentie', wat de winstgroei zou kunnen drukken als de monetarisering niet verloopt zoals verwacht.

Exhibit 10: Once a diverse index, the S&P 500 is now ~50% growth
Weight of value, growth plus FAANG and Mag 7, and blend in the S&P 500

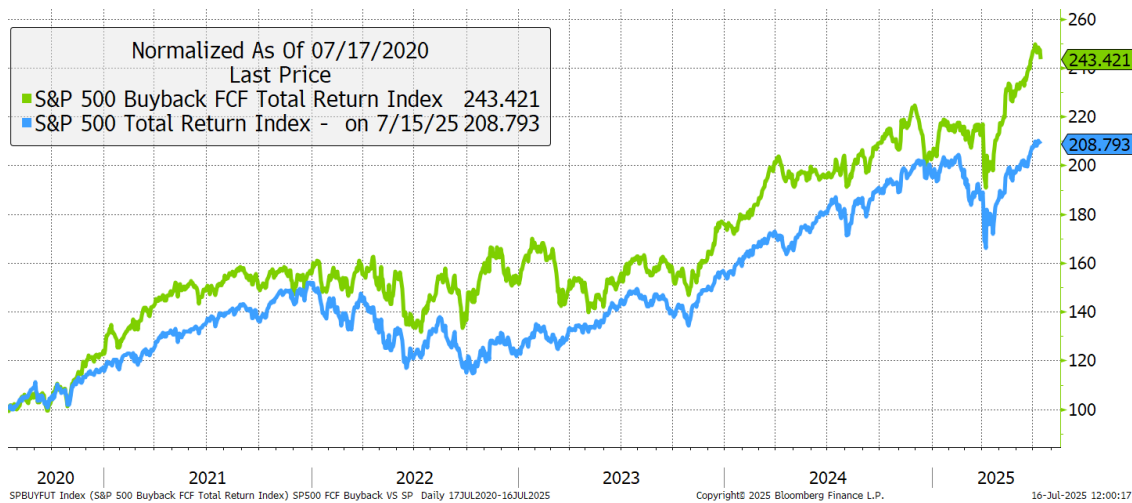


Source: BofA Research Investment Committee, Bloomberg; Pure growth and pure value constituents are based on S&P 500 methodology. FAANG = Meta, Apple, Amazon, Netflix, Google. Mag 7 = Meta, Microsoft, Apple, Amazon, Tesla, Nvidia, Google.

BofA GLOBAL RESEARCH

Om al deze redenen is ons team actief op zoek gegaan naar alternatieven en blijft dit doen. Hoewel we nog steeds van mening zijn dat de Amerikaanse aandelenmarkt zeer goede aandelen zal bieden, willen we de duurste aandelen vermijden. Zoals hieronder uitgelegd, lanceerden we twee jaar geleden de S&P500 Buyback Free Cashflow-strategie en zijn we tot nu toe erg tevreden over de prestaties¹. We blijven ook werken aan veelbelovende nieuwe strategieën en kijken ernaar uit om de komende maanden meer informatie te delen. Neem in de tussentijd contact op met ons team als u vragen heeft.

Onze overtuigingen



Figuur 5 Bron: Bloomberg

Tot zover heeft de S&P500 Buyback Free Cashflow-strategie dit jaar beter gepresteerd dan de Amerikaanse markt in het algemeen en heeft ze een behoorlijk track-record van vijf jaar² ondanks de uitstekende prestaties van zeer hoge groeiaandelen zoals **NVIDIA**, die niet in de strategie zitten. Aangezien we de theorie achter de S&P500 Buyback Free Cashflow-strategie grondig hebben uitgelegd in onze vorige nieuwsbrieven, vonden we het interessanter om te analyseren hoe de strategie praktisch werkt aan de hand van het voorbeeld van drie beleggingen in de afgelopen drie jaar. Hier zijn onze belangrijkste observaties:

¹ In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor toekomstige resultaten. Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

² Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

- (1) De strategie is **zeer flexibel** en kan **snel worden aangepast**: er worden grote posities aangehouden, soms meer dan 8%, die in één kwartaal grotendeels worden verkocht als er elders betere relatieve kansen zijn.
- (2) Ze heeft zeer **uiteenlopende aandelen in portefeuille** en beweegt zich binnen en buiten sectoren, afhankelijk van de fundamentele factoren: de drie onderstaande voorbeelden geven een beter beeld van hoe de strategie werkt.



Figuur 5 Bron: Bloomberg

Wells Fargo & Co is een van de grootste retailbanken in de Verenigde Staten. Hoewel de bank niet zo bekend staat als haar hoogvliegende tegenhangers, zoals JP Morgan en Goldman Sachs, heeft ze in de loop der jaren constant hoge rendementen gegenereerd en is ze een zeer winstgevende activiteit. De strategie had een zeer grote positie tussen januari en juli 2024. Ze heeft in oktober 2024 opnieuw een kleine positie ingenomen.



Figuur 6 Bron: Bloomberg

PayPal Holding is een van de grootste aanbieders van elektronische betalingen ter wereld. Ooit een geliefd hightechbedrijf met hoge waarderingen, maar na het einde van de pandemie heeft het een deel van zijn glans verloren en is het nu een veel goedkoper aandeel. Het blijft echter een zeer winstgevend bedrijf, heeft een vaste gebruikersgroep en heeft de mogelijkheid om een aanzienlijk deel van zijn aandelen terug te kopen. De strategie verhandelde het aandeel zeer goed, had een aanzienlijke positie in juli 2024 en profiteerde van een groot deel van de herwaardering in het derde kwartaal van 2024.



Figuur 7 Bron: Bloomberg

HCA Healthcare is de grootste private ziekenhuisketen in de Verenigde Staten. Het biedt een interessante casestudy, omdat de strategie bijna perfect getimed was: de positie werd in oktober 2023 ingenomen en 12 maanden aangehouden, net voordat het aandeel aanzienlijk begon te dalen. Het is een goed voorbeeld van hoe de twee belangrijkste criteria in de strategie (rendement van vrije kasstroom en inkoop van aandelen) resulteren in automatische verkoop wanneer de fundamentele beleggingscriteria verslechteren.

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 30 juni 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.