

TREETOP

BEHEERDERSBRIEF 3E TRIMESTER 2025

Jacques Berghmans and Félix Berghmans

01 Economische en beursconjunctuur

02 Onze overtuigingen

03 Conclusie

Economische en beursconjunctuur

Nu het jaar ten einde loopt, stellen we met genoeg vast dat de wereldwijde aandelenmarkten de afgelopen maanden hun positieve dynamiek hebben voortgezet[1].

De beste prestaties werden neergezet door de Hang Seng-index, gedragen door grote Chinese bedrijven, en door de NASDAQ, aangevoerd door de 'Magnificent Seven', de zeven Amerikaanse technologiereuzen. Na een veelbelovend begin van 2025 heeft Europa de afgelopen maanden terrein verloren, omdat de winstgroei niet voldeed aan de verwachtingen. India, vertegenwoordigd door de NSE Nifty-index, blijft positief, maar behoort tot de meest teleurstellende markten, als gevolg van de handelsspanningen met de Verenigde Staten en de geringe blootstelling aan de bloeiende sector van de AI.

Deze prestaties worden weergegeven in lokale valuta's, maar aangezien de Amerikaanse dollar dit jaar 12% [2] heeft verloren ten opzichte van de euro, lijken de rendementen in euro minder gunstig. Bij TreeTop bieden we voor de meeste van onze producten oplossingen voor valutadekking, en uw Financieel Adviseur staat tot uw beschikking om deze met u te bespreken.

Equity Market Performance (in local currency)								
	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
30/09/2025	985	6,688	22,660	31,094	558	44,933	26,856	24,611
Change	17,0%	13,7%	17,3%	19,3%	10,0%	12,6%	33,9%	3,7%

FIGUUR1 BRON: BLOOMBERG, BEREKENINGEN TREETOP

In de afgelopen kwartalen hebben we een voorzichtige houding aangenomen ten aanzien van Amerikaanse technologieaandelen en hebben we onze lezers geadviseerd om hun geografische blootstelling te diversifiëren en hun blootstelling aan de AI-boom te verminderen. Tot nu toe is onze geografische analyse nauwkeuriger gebleken dan onze sectoranalyse, maar het is vrijwel onmogelijk om het juiste moment op de financiële markten te bepalen. Wij blijven zeer voorzichtig ten aanzien van de 'Magnificent Seven' en andere AI-gerelateerde aandelen, waarvan de marktkapitalisatie ongekende hoogten bereikt. Op de aandelenmarkt geldt: hoe hoger de prijs die u betaalt, hoe groter het risico op teleurstelling.

Afgezien van de AI-boom zien we over het algemeen stabiele wereldwijde economische omstandigheden en positievere groeivoorzichten voor de meeste grote economieën.

1: In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

2: Bloomberg: USDEUR cross: 0.9659 on the 31st December 2024, 0.8523 on the 30th September 2025

Ondanks enkele discutabele maatregelen van de huidige regering is de Amerikaanse economie de afgelopen maanden in een stroomversnelling gekomen. In het tweede kwartaal van 2025 groeide de economie met 3,8% op jaarbasis, ondersteund door sterke consumentenbestedingen, na een krimp in het voorgaande kwartaal.

Terwijl de verlamming van de Franse regering en de moeilijke economische omstandigheden de krantenkoppen halen, herstelt de Europese economie zich langzaam. De voorheen zwakke economieën laten zien hoe vruchtbaar positieve hervormingen kunnen zijn. Italië heeft onlangs een hogere kredietrating gekregen en andere landen van de "Club Med", zoals Portugal, Spanje en zelfs Griekenland, zullen naar verwachting groei kennen tussen 1,8% (Portugal) en 2,6% (Spanje). In Oost-Europa loopt Polen voorop met een groei van meer dan 3% per jaar. In Noord-Europa blijven Duitsland en Nederland, ondanks hun gematigde groei, innoveren en profiteren van lage staatsschulden en sterke bedrijven.



AFBEELDING2 XIAOMI SU-7: VANAF 26.000 EURO IN CHINA, TEGENOVER EEN STARTPRIJS VAN ONGEVEER 108.400 EURO VOOR DE PORSCHE TAYCAN

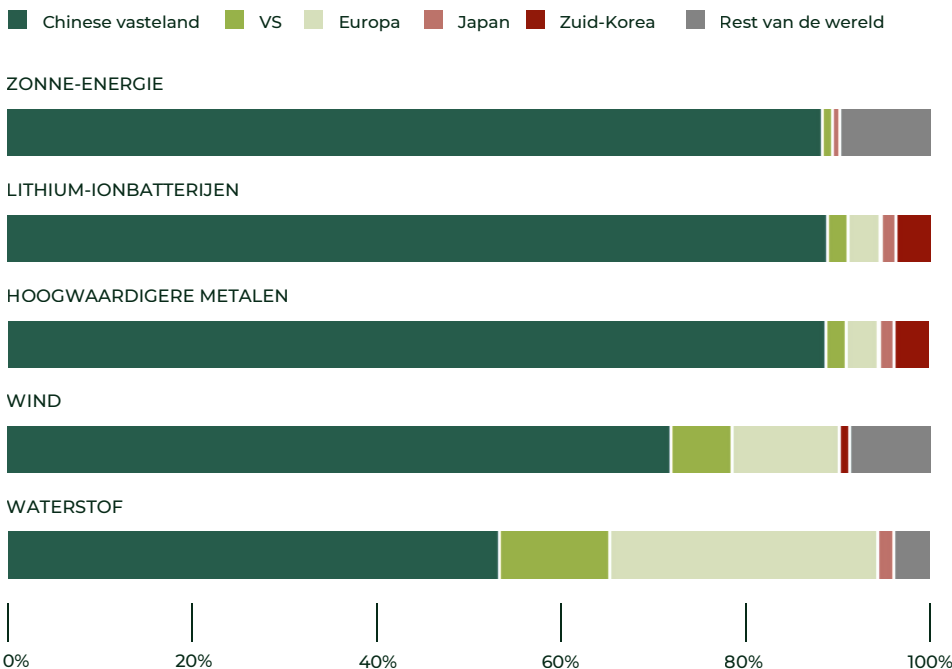
China, inmiddels de op één na grootste economie ter wereld, blijft de westerse hegemonie op technologisch gebied uitdagen door wereldleiders te ontwikkelen op het gebied van groene technologieën, AI, elektronica en e-commerce. De beste bedrijven, zoals Xiaomi en Alibaba, bieden producten en diensten van wereldklasse, zoals de nieuwe elektrische auto SU-7 van Xiaomi, een product dat qua prestaties vergelijkbaar is met een Porsche, maar aan een derde van de prijs.

De Chinese regering lijkt nu meer open te staan voor particuliere ondernemers. Zelfs Jack Ma, de oprichter van Alibaba die vroeger openlijk kritiek uitte op de regering, is in ere hersteld en woonde onlangs de bijeenkomst bij tussen Xi Jinping en de meest vooraanstaande ondernemers van het land. Uiteraard is China verre van perfect: het blijft Rusland economisch steunen, de persvrijheid is er zeer beperkt en de vergrijzing van de bevolking vormt een nog grotere uitdaging dan in Europa. Niettemin zijn wij als beleggers van mening dat het onredelijk zou zijn om de op één na grootste economie ter wereld te negeren.

De andere Aziatische landen blijven sneller groeien dan de meeste westerse economieën. Zuidoost-Azië, met zijn jonge bevolking, solide begrotingsbeleid en snelgroeiende interneteconomie, zal naar verwachting met minstens 4% per jaar groeien. Ondanks de handelsspanningen met de Verenigde Staten zal India naar verwachting de snelst groeiende economie ter wereld blijven. Sommige Indische bedrijven zullen worden getroffen door de recente Amerikaanse maatregelen, zoals de verhoging van de visumkosten en de invoerrechten met 50%, maar lokale beleidsmakers versterken in hoog tempo de banden met andere snelgroeiende Aziatische economieën en met Europa. Het is interessant om op te merken dat de spanningen met de Verenigde Staten de Indische en Chinese leiders er eveneens toe hebben aangezet hun dialoog te intensiveren.

Het Chinese vasteland domineert de productie van schone technologie

Productiecapaciteit van schone energie per locatie in 2024



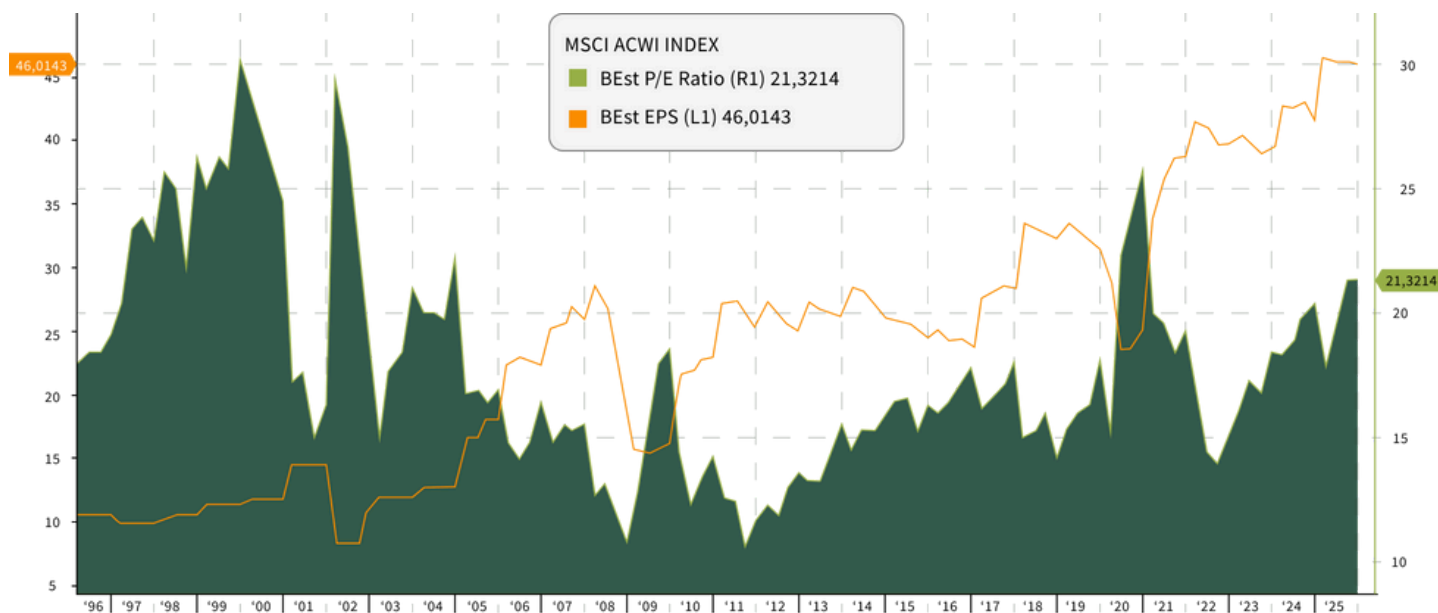
In bepaalde sectoren, met name die van elektrische batterijen en andere technologieën, heeft China zo'n voorsprong genomen dat veel Amerikaanse fondsen nu van mening zijn dat het beter is om samen te werken met Chinese bedrijven dan te proberen concurrerende producten op de markt te brengen. Bloomberg publiceerde onlangs een artikel over dit onderwerp: [China Road Trip onthult lijst van niet-investeerbare activa in het westen](#) [3]

BRON: BLOOMBERGNEF
OPMERKING: DE BALKEN TONEN DE GEMIDDELDE AANDELEN OVER DE SEGMENTEN VAN DE WAARDEKETEN VOOR ELKE SECTOR. ZONNE-ENERGIE OMVAT MODULES, CELLEN, WAFERS EN POLYSILICIUM. LITHIUM-IONBATTERIJEN OMVATTEN CELLEN, KATHODES, ANODES, ELEKTROLYTEN EN SEPARATORS. METAALRAFFINAGE OMVAT LITHIUM, KOBALTSULFAAT EN NIKKELSULFAAT. WIND BETREFT GONDELS, EN WATERSTOF BETREFT ELEKTROLYZERSTAPELS.
LET OP: DIT ARTIKEL IS ALLEEN BESCHIKBAAR VOOR ABONNEES.

Aziatische landen met een tragere groei, zoals Japan, Zuid-Korea en Taiwan, blijven uitzonderlijke bedrijven voortbrengen en beursuccessen boeken. Zuid-Korea blijft wereldleider op het gebied van geheugenchips met Samsung en SK Hynix, twee bedrijven die essentieel zijn voor de elektronica-industrie. NVIDIA is de drijvende kracht achter de AI-boom als monopolistische leverancier van grafische processors, maar deze processors kunnen niet functioneren zonder high-bandwidth memory (HBM), dat voornamelijk door de twee Koreaanse bedrijven wordt geproduceerd. Voor de productie van al deze chips zijn ook de enorme fabrieken van TSMC nodig, het bedrijf met de hoogste beurswaarde van Azië, dat werkt met geavanceerde lithografiemachines van de Nederlandse marktleider ASML.

3: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-21/china-road-trip-exposes-list-of-uninvestable-assets-in-the-west>

Na meerdere jaren van solide prestaties vragen veel beleggers zich af: "Wanneer vindt de volgende correctie plaats?" of "Bevinden we ons in een bubbel?". Het is belangrijker dan ooit om een langetermijnperspectief te hanteren. Ja, er zijn overgewaardeerde aandelen op de markt, maar over het algemeen zijn de waarderingen verre van extreem. De koers-winstverhouding van de MSCI ACWI, die 21,5 bedraagt, ligt ver onder die van eind jaren negentig. Sinds het uiteenspatten van de internetbubbel in 2000, en ondanks grote crises zoals 11 september, de financiële crisis van 2008 en de COVID-pandemie, is de winst per aandeel van de MSCI ACWI-index in 30 jaar tijd meer dan 4,6 keer zo groot geworden, van 10 dollar naar 46 dollar per aandeel, ofwel ongeveer 5,2% per jaar. Naast deze winstgroei hebben beleggers in wereldwijde aandelen ook geprofiteerd van een jaarlijks dividendrendement van 2 tot 2,5%.



FIGUUR3 MSCI ACWI-WAARDERING (BESTE P/E IN GROEN GEARCEERD) EN WINST PER AANDEEL (BESTE BPA IN ORANJE), BRON: BLOOMBERG

Bij TreeTop zijn we overtuigd van het langetermijnpotentieel van wereldwijde aandelen. De wereld is voortdurend in beweging, met onvermijdelijke schommelingen op korte termijn, maar één ding blijft onveranderd: de langetermijntrend van het kapitalisme is opwaarts.

Onze overtuigingen

Sinds de oprichting van TreeTop Asset Management twintig jaar geleden worden wij gedreven door een aantal fundamentele overtuigingen en principes.

- Wij hanteren een globale benadering van beleggen. Het zit in ons DNA om kansen te zoeken, waar die zich ook voordoen.
- Onze aanpak is flexibel en kan evolueren naargelang de marktomstandigheden en de instrumenten die beleggers ter beschikking staan. We zijn begonnen met actief vermogensbeheer en converteerbare obligaties, daarna hebben we een wereldwijde indextracker gelanceerd en nu maken we gebruik van kwantitatieve beleggingsstrategieën.
- Wij beleggen samen met onze klanten. Door in onze eigen fondsen te beleggen, tonen wij onze betrokkenheid bij onze klanten en zorgen wij ervoor dat onze belangen volledig op één lijn liggen.

Twee jaar geleden lanceerden we onze eerste kwantitatieve strategie, de S&P US Buyback Free Cashflow, met als doel onze klanten meer consistente rendementen³ te bieden en tegelijkertijd overmatige concentratie in dure sectoren te vermijden. Deze strategie laat op lange termijn solide prestaties zien. Uit backtesting is gebleken dat deze strategie goede resultaten zou hebben opgeleverd na het uiteenspatten van de internetbubble in 2000. Meer recentelijk heeft de strategie solide resultaten geboekt in 2022 tijdens de inflatiecrisis in Europa en de Verenigde Staten, en opnieuw na de tariefaankondigingen van de regering-Trump begin dit jaar.

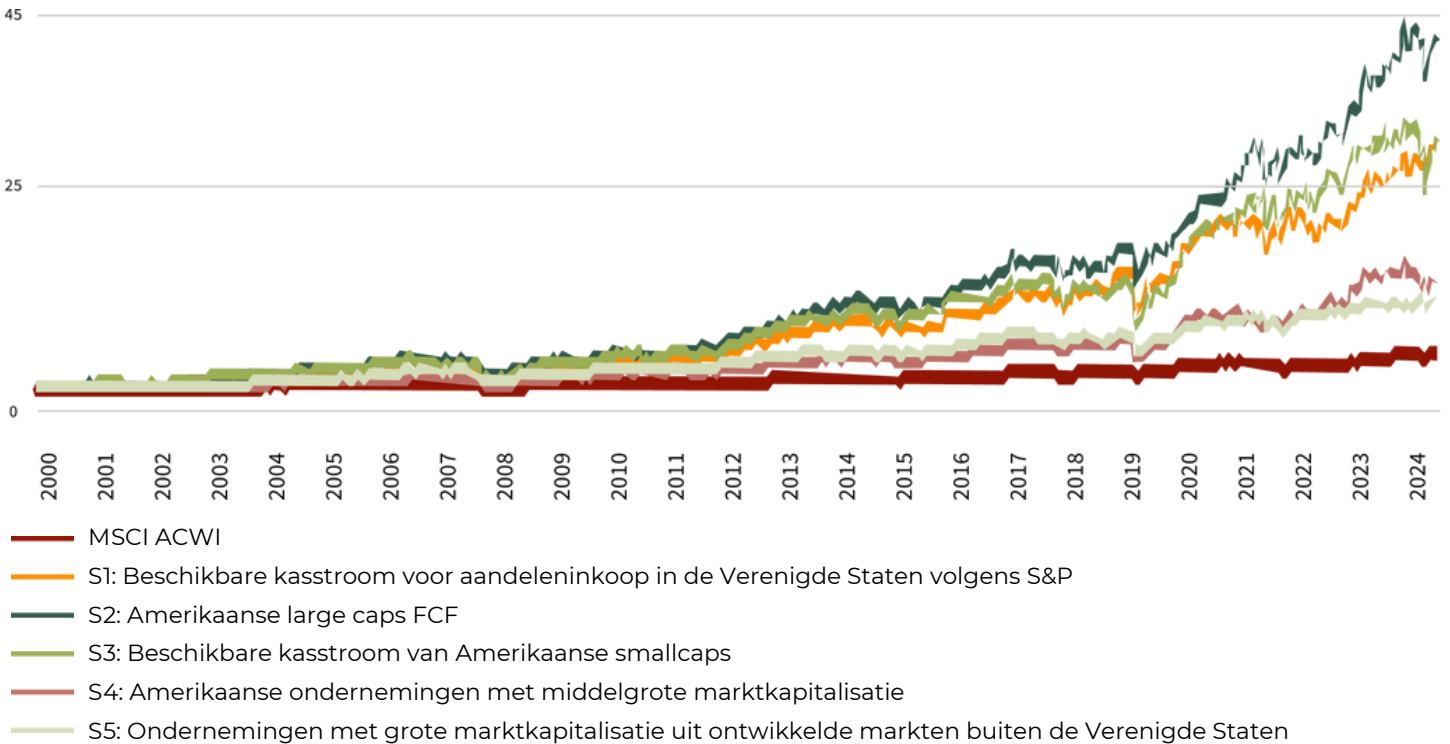
Wij zijn van mening dat de S&P US Buyback Free Cashflow-strategie een van de meest interessante kansen op lange termijn blijft. Door zich te concentreren op bedrijven die een sterke vrije kasstroom genereren en regelmatig aandelen terugkopen, legt deze strategie de essentie van waardecreatie voor aandeelhouders vast. Deze strategie richt zich op Amerikaanse aandelen, waaronder veel van de meest innovatieve en veerkrachtige bedrijven ter wereld, en profiteert van een dynamisch ecosysteem van wereldleiders. De gerichte portefeuille, die bestaat uit ongeveer dertig aandelen waarin sterk wordt geloofd, zorgt ervoor dat elke positie een significante bijdrage levert aan het rendement. Hoewel deze strenge selectiviteit soms kan leiden tot een hogere volatiliteit op korte termijn, is gebleken dat ze historisch gezien een krachtige motor is voor outperformance op lange termijn^[4].

Voortbouwend op de 'US Buyback Free Cashflow'-benadering zijn we op zoek gegaan naar andere kwantitatieve strategieën die dezelfde duidelijkheid, consistentie en empirisch onderbouwde nauwkeurigheid bieden, maar tegelijkertijd de diversificatie vergroten. Dit heeft geleid tot de ontwikkeling van onze wereldwijde kwantitatieve benadering, die bestaat uit vier complementaire strategieën met een aantal belangrijke gemeenschappelijke kenmerken:

⁴: Geen garantie voor resultaten of prestaties

- 01 Een bewezen consistente outperformance ten opzichte van hun respectieve referentie-indexen[5].
- 02 Een sterke diversificatie tussen sectoren.
- 03 Een lage correlatie en een hoge complementariteit tussen elkaar en met de wereldwijde aandelenmarkten.
- 04 Een empirische basis op lange termijn, met reële of achteraf geteste resultaten over een periode van ten minste 20 jaar.

WERELDWIJDE KWANTITATIEVE BENADERING TREETOP



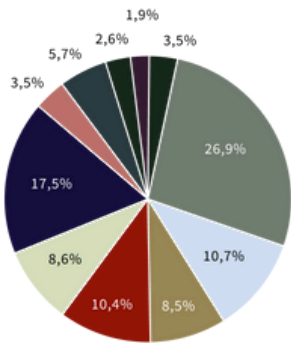
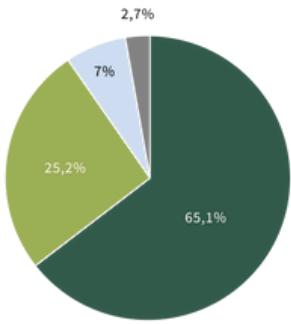
FIGUUR4 BRON: BLOOMBERG, IN HET VERLEDEN BEHAALDE RESULTATEN BIJEN GEEN GARANTIE VOOR DE TOEKOMST

Het idee achter al deze strategieën is om fundamentele factoren, zoals beschikbare kasstromen, winstgevendheid, waardering en groei, te gebruiken om wereldwijd de beste aandelen te selecteren en tegelijkertijd overgewaardeerde sectoren of regio's te vermijden. In het algemeen omvat onze aanpak vier Amerikaanse strategieën (drie die voornamelijk gericht zijn op vrije kasstromen en één op winstgevend groei tegen een redelijke waardering). Buiten de Verenigde Staten hebben we een strategie in andere ontwikkelde markten, die eveneens gericht is op vrije kasstromen.

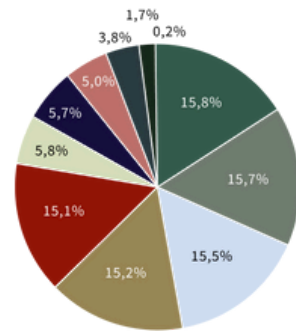
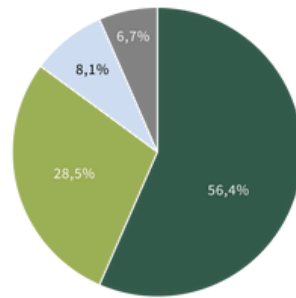
Wanneer wij dat opportuun achten, stelt onze kwantitatieve benadering ons ook in staat om in specifieke indices te beleggen, wanneer deze goede beleggingskansen bieden. China is hiervan een goed voorbeeld: de Chinese economie is nu dominant in verschillende sectoren en veel aandelen worden tegen lage waarderingen verhandeld, ondanks solide groeivoorzichten. In dit geval hebben we gekozen voor een index van grote bedrijven als beste manier om te beleggen. Voor andere opkomende markten dan China hebben we de index gebruikt, omdat kwantitatieve strategieën niet de rendementen opleverden die we zochten.

5: In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

MSCI ACWI
(GLOBAL STOCK MARKET)



TREETOP'S
QUANTITATIVE APPROACH



Conclusie

Kortom, dankzij onze nieuwe kwantitatieve benadering hebben we de strategie kunnen heroriënteren en ons minder richten op dure Amerikaanse technologieaandelen. De Verenigde Staten blijven onze belangrijkste blootstelling, maar die is nu bijna 10% lager dan in de wereldindex. De sectorallocaties zijn ook evenwichtiger: technologie is met 10% gedaald, industrie en discretionaire consumptie zijn elk met ongeveer 5% gestegen en gezondheidszorg is bijna verdubbeld tot 15,2%. Het is belangrijk op te merken dat deze allocaties niet vastliggen. De strategieën worden voortdurend aangepast aan de marktontwikkelingen en we houden ze nauwlettend in de gaten om ervoor te zorgen dat ze relevant blijven.

Zoals altijd staat ons TreeTop-team tot uw beschikking om al uw vragen te beantwoorden. En we bedanken u voor uw vertrouwen.

De informatie in dit document wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en houdt geen rekening met de beleggingsdoelstellingen, de financiële situatie of de specifieke behoeften van een belegger. Dit document mag niet worden verstrekt aan Amerikaanse beleggers (zoals gedefinieerd in de Amerikaanse regelgeving). Dit document is gebaseerd op bronnen die TreeTop Asset Management SA (de "Vennootschap") betrouwbaar acht en geeft de mening van de beheerders van de Vennootschap weer. Dit document wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en vormt geen beleggingsadvies of productaanbod. De informatie in dit document kan te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De Vennootschap wijst elke directe of indirecte aansprakelijkheid af voor het gebruik van de informatie in dit document. Dit document mag niet worden gekopieerd, gereproduceerd, gewijzigd, vertaald of doorgegeven zonder voorafgaande toestemming van de Vennootschap aan personen of entiteiten in rechtsgebieden waar de Vennootschap of haar producten onderworpen zijn aan registratieverplichtingen of waar een dergelijke verspreiding verboden of onwettig is. Gegevens over prestaties en trends in het verleden zijn niet noodzakelijkerwijs een indicatie voor toekomstige prestaties of ontwikkelingen.

Gegevens en informatie per 30 september 2025

Gepubliceerd door TreeTop Asset Management SA, een beheermaatschappij van ICBE's overeenkomstig de bepalingen van hoofdstuk 15 van de wet van 17 december 2010 – Maatschappelijke zetel: 12 rue Eugène Ruppert L-2453 Luxemburg.