

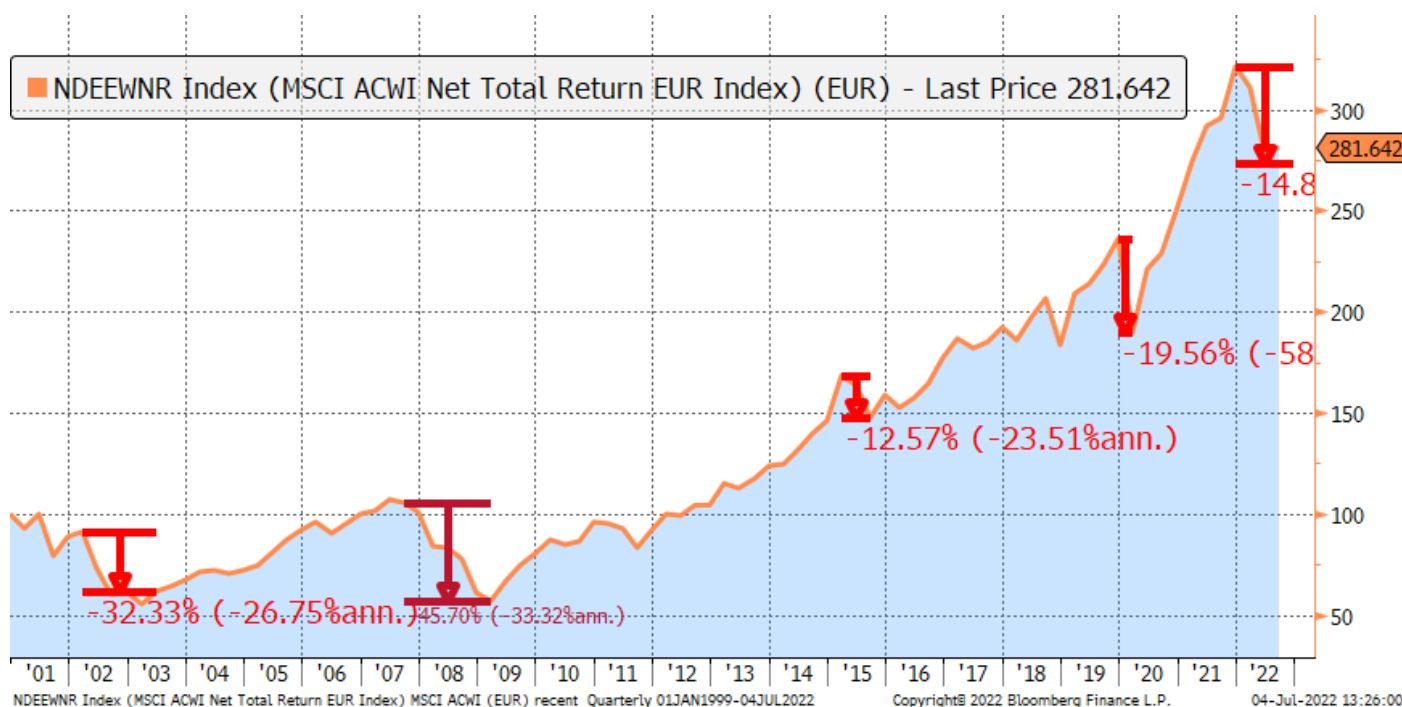


Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

De zwakke beursprestaties tot dusver dit jaar herinneren er iedere belegger aan dat beleggen soms een echte uitdaging kan zijn ook al werpt het meestal vruchten af op lange termijn. De recente verkoopgolf op de internationale beurzen was hoofdzakelijk te wijten aan de hogere inflatie in Europa en de Verenigde Staten en het potentiële effect daarvan op de economische groei en de langetermijnrente. De oorlog in Oekraïne maakte de problemen alleen maar erger door een energiecrisis te veroorzaken in Europa en de voedselprijzen overal ter wereld te doen stijgen.

We mogen echter niet vergeten dat **beurscorrecties op korte termijn** zoals die van de afgelopen zes maanden niet ongebruikelijk zijn. Sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008 hebben we drie vergelijkbare correcties gekend: de eurocrisis van 2015, de COVID-crisis en de huidige crisisfase.



Het belangrijkste pijnpunt waarmee de grote economieën van de wereld worstelen is de inflatie, waardoor landen zich genoodzaakt zien om de rente te verhogen om zo de inflatie te bekampen. In Europa en de Verenigde Staten worden de burgers nu al geconfronteerd met tweecijferige prijsverhogingen wat het vertrouwen van de consument en zijn koopkracht ondermijnt. Er zijn verscheidene redenen die de hogere inflatie verklaren. De belangrijkste zijn de forse stijging van de energieprijzen, de knelpunten in de logistieke ketens en de fiscale/monetaire expansie in het Westen tijdens de coronacrisis.

Hoge inflatie, vooral als ze gepaard gaat met een stagnerende groei, is een probleem voor de economie en gezinnen omdat dit hun spaarvermogen aantast en het moeilijker maakt voor economische actoren (gezinnen, bedrijven en de overheid) om hun financiën te beheren. Het wordt moeilijker om te budgetteren omdat prijzen niet langer vaststaan en de inflatie veroorzaakt ook sociale onrust, omdat werknemers hun koopkracht proberen te beschermen door een hoger loon te eisen. Een groot risico van inflatie is dat er een loon-prijsspiraal ontstaat: hogere prijzen maken dat werknemers een hoger loon eisen, wat op zijn beurt de kosten voor bedrijven verhoogt, die hun prijzen daarom opnieuw verhogen, waardoor werknemers een nog hoger loon eisen. Ook de financieringskosten stijgen doorgaans snel omdat kredietverstrekkers een hogere rente eisen in compensatie voor de prijsstijgingen. Om al die redenen zorgt inflatie voor heel wat nervositeit bij overheden en centrale banken, die er alles aan doen om de inflatie aan te pakken alvorens de situatie helemaal uit de hand loopt.

Voor beleggers bestaan er geen wondermiddelen tegen de inflatie. Toch zijn er enkele valkuilen die we kunnen vermijden. Sommige beleggingen die het goed doen in normale tijden, presteren doorgaans bijzonder slecht in een klimaat van hoge inflatie. Zoals we de voorbije jaren al vaak herhaald hebben, dienen beleggers de meeste vastrentende instrumenten zoals overheids- en bedrijfsobligaties te vermijden, vooral in de afgelopen paar jaar, aangezien beleggers steeds meer risico's namen om de lagere opbrengsten te compenseren. Een van de meest flagrante voorbeelden was de uitgifte van de honderdjarige obligatie in Oostenrijk in 2020.¹ Hoewel de belegging het aanvankelijk goed deed, is deze obligatie met een AA-rating de voorbije maanden met 55% gedaald². Het dient gezegd dat obligaties doorgaans als 'veilig' beschouwd worden en daardoor in zogenaamd 'conservatieve' portefeuilles kunnen terechtkomen, men zou hiervoor dus extra waakzaam moeten zijn in deze moeilijke context. Een andere belangrijke tip is om genoeg cash aan te houden voor dagelijkse uitgaven, vooral nu deze stijgen door de inflatie. Dit wil niet zeggen dat een belegger alles moet omzetten in cash, aangezien cash op termijn onvermijdelijk waarde zal verliezen. Raadpleeg een professioneel adviseur om te bepalen hoeveel cash u nodig hebt. Dit hangt namelijk af van allerlei factoren (uitgaven, inkomen, leeftijd, risicoprofiel, enzovoort).

	Eurozone	VS	China	Japan
Inflatie 2022	8,1%	8,6%	2,1%	2,4%
Wisselkoers op 1 jaar t.o.v. USD	-10,6%	-	-3,7%	-18,5%
Rente op 10-jarige overheidsobligaties	1,6%	3,2%	2,6%	-
Staatsschuld als % van het bbp	95.6%	123%	20.3%	225%
Beursindex YTD	-19%	-21%	-10%	-9%

Figuur 1 – Bron: The Economist

Zoals de bovenstaande tabel aantoont, is de inflatie alleen in de VS en Europa echt hoog en is ze laag gebleven in de twee andere grote economieën, Japan en China. Het grote verschil tussen Azië en het Westen is dat Aziatische regeringen tijdens de coronapandemie minder financiële steun uitgetrokken hebben voor hun burgers en bedrijven. China bevindt zich momenteel nog altijd in een gedeeltelijke lockdown, wat de plaatselijke consumptie en inflatie in toom houdt, maar wel knelpunten creëert in de bevoorradingsketens, waardoor de export krimpt en de inflatie stijgt in de VS en Europa. Japan is een geval apart en het risico bestaat dat de inflatie in de toekomst zal aantrekken.

Er is ook een belangrijk verschil tussen de Europese en Amerikaanse economie, die momenteel een vergelijkbaar inflatiecijfer hebben, maar waarvan de vooruitzichten volgens ons sterk verschillen. Het grootste verschil is de factor energie, aangezien de VS grotendeels energieonafhankelijk zijn³, terwijl Europa ongeveer 60% van zijn energiebehoefte invoert, hoofdzakelijk uit Rusland⁴. Energie, en vooral olie en aardgas waren de voornaamste boosdoeners van de hogere inflatie in de afgelopen twaalf maanden. Dit was in de meeste regio's van de wereld voelbaar, maar in de voorbije weken lijkt er zich een belangrijke kentering voor te doen. Op dit moment, en ondanks de aanzienlijke groei van hernieuwbare energie, zijn fossiele brandstoffen (steenkool, aardgas en olie) nog altijd goed voor ongeveer 80% van de primaire energiebehoefte van de wereld. Olie en steenkool zijn voor het overgrote deel

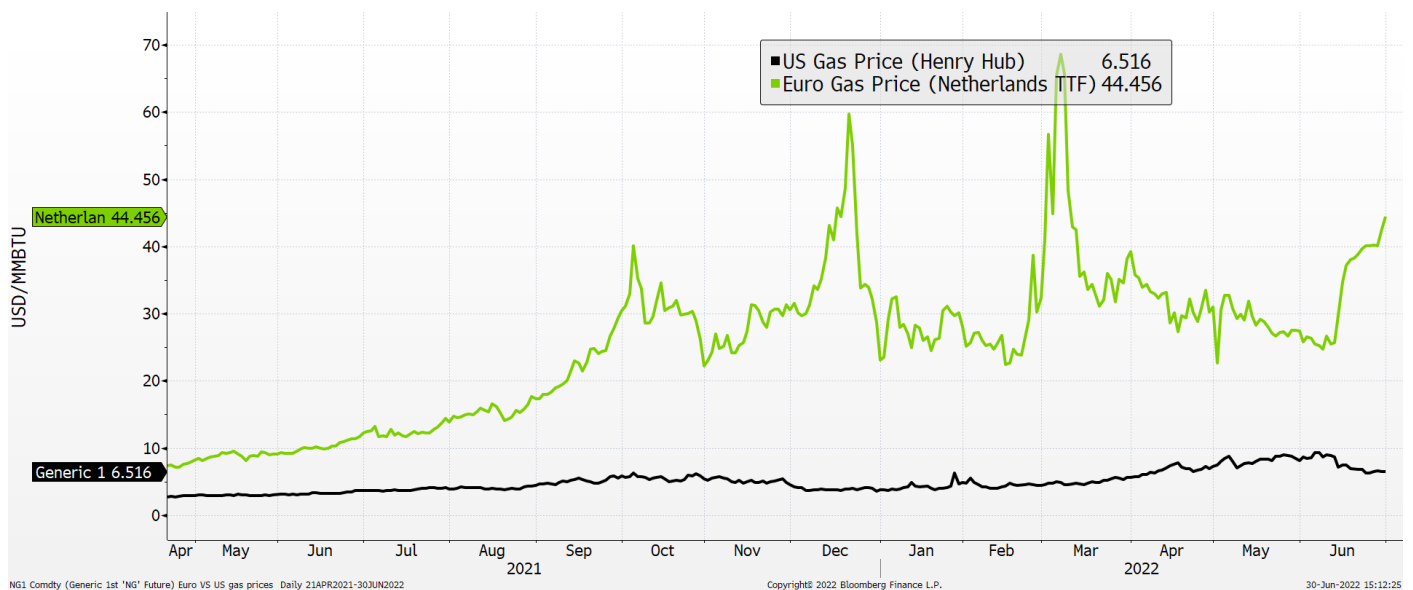
¹ <https://moneyweek.com/investments/bonds/government-bonds/602086/why-would-anyone-ever-buy-a-100-year-bond>

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-30/an-aa-rated-government-bond-down-55-shows-the-pain-of-higher-rates>

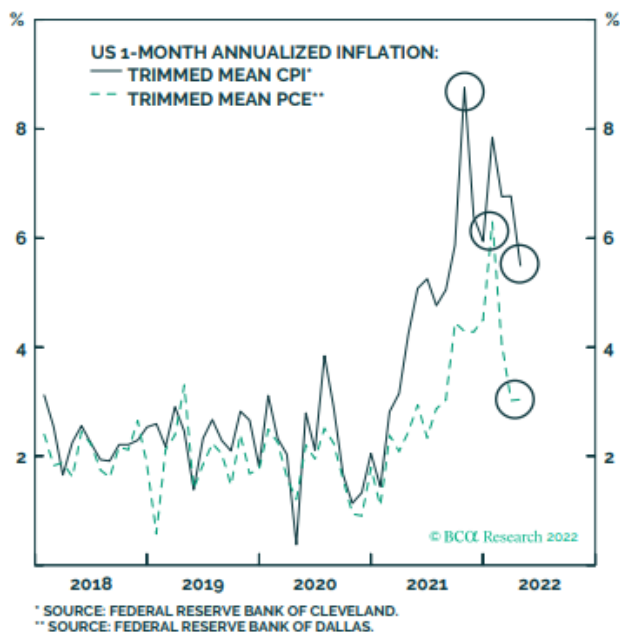
³ <https://www.eia.gov/energyexplained/us-energy-facts/imports-and-exports.php>

⁴ [https://www.cleanenergywire.org/factsheets/germanys-dependence-imported-fossil-fuels#:~:text=European%20Union's%20import%20dependence,%25\)%20are%20met%20with%20imports](https://www.cleanenergywire.org/factsheets/germanys-dependence-imported-fossil-fuels#:~:text=European%20Union's%20import%20dependence,%25)%20are%20met%20with%20imports)

wereldwijd verhandelde grondstoffen, met weinig prijsverschillen tussen Europa, de VS en Azië, aangezien zij redelijk vlot getransporteerd kunnen worden. Aardgas daarentegen is veel duurder en moeilijker te transporteren, aangezien het eerst in vloeibare vorm (LNG) omgezet moet worden en vervolgens vervoerd wordt in dure en geavanceerde schepen die jaren duren om te bouwen. Bijgevolg kan de gasprijs sterk verschillen van locatie tot locatie en de oorlog in Oekraïne heeft dit verschil alleen maar groter gemaakt. De Europese aardgasprijzen waren al hoger dan de Amerikaanse door de schaliegasrevolutie van het afgelopen decennium, en door de recente crisis is de kloof nog groter geworden. De Europese gasprijzen, die nog altijd aan het stijgen zijn, zijn nu 7,3 keer hoger dan de Amerikaanse gasprijzen, die in de voorbije weken gedaald zijn door de economische groeivertraging. Dit verschil in energieprijzen zal een grote impact hebben op de Europese industrie, de elektriciteitsprijzen, de consument en uiteindelijk ook de Europese beurs. En het ziet er helaas niet naar uit dat de situatie snel zal verbeteren in Europa, behalve misschien als er een regimewissel volgt in Rusland.



Figuur 2 – Bron: Bloomberg



Het verschil in energieprijzen begint ook effect te hebben op de reële economie. Zoals blijkt uit de grafiek hiernaast, ziet het ernaar uit dat de inflatie in de VS enkele maanden geleden al een piek bereikt heeft en begint te dalen, terwijl de inflatie in Europa verder stijgt en het niet meteen duidelijk is wat ze tot stilstand zal brengen. Een jaar geleden publiceerde het Witte Huis een artikel over inflatiecrisisen sinds de Tweede Wereldoorlog⁵ waarin opgemerkt werd dat de huidige crisis veel meer wegheeft van de periode van hoge inflatie na de Wereldoorlog dan van de langdurige periode van inflatie in de jaren '70. Dit artikel ging ervan uit dat de recente stijging van de inflatie van voorbijgaande aard zou zijn. Hoewel deze conclusie tot dusver fout is gebleken voor de Amerikaanse economie, is het best mogelijk dat de auteurs misschien te snel op de feiten vooruit liepen.

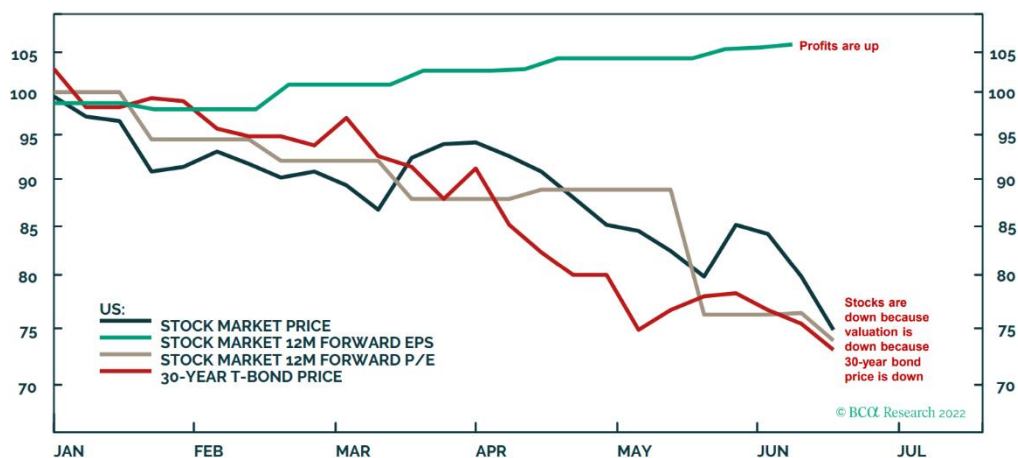
⁵ <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2021/07/06/historical-parallels-to-todays-inflationary-episode/>
Brief van de Beheerder 2Q22 Jacques Berghmans

Een ander gevolg van de hogere inflatie is dat de centrale banken de rente verhogen en de spreads daardoor groter worden; dat wil zeggen het renteverskil tussen de financiële entiteiten van de hoogste kwaliteit (de Amerikaanse overheid bijvoorbeeld) en de lager genoteerden. In de VS is de vaste hypotheekrente op dertig jaar bijvoorbeeld gestegen van ongeveer 3% eind vorig jaar tot in de buurt van 6% nu⁶. Zo'n drastische stijging zal wellicht een grote impact hebben op de Amerikaanse huizenmarkt en er zijn al signalen dat het aantal transacties krimpt. In Europa had de stijgende inflatie en rente vooralsnog geen grote impact op de hypothecaire leningen, maar de kans bestaat dat dit uiteindelijk wel het geval zal zijn. Dit kan de huizenprijzen doen dalen, die fors gestegen zijn door de *boom* na de coronacrisis. We zien al signalen van stress op de markt voor overheidsobligaties, waar de Italiaanse rente is gestegen tot niveaus die we niet meer gezien hebben sinds de Europese schuldencrisis van 2014⁷. De hogere financieringsspreads zullen ook gevolgen hebben voor een aantal bedrijven, met name bedrijven die zwaar in de schulden zitten. Zij zullen dus meer moeten betalen om zich te financieren en/of zullen niet de nodige financiering vinden.

Het is dus belangrijker dan ooit voor Europese beleggers om over de landsgrenzen heen te kijken en selectief te werk te gaan bij het beleggen. Niet alle bedrijven in Europa zullen het moeilijk hebben en deze crisis kan een kans zijn om positieve verandering teweeg te brengen, zoals meer investeringen in het isoleren van huizen en in hernieuwbare energie, maar dit zal wellicht meer de uitzondering dan de regel zijn.

We blijven van mening dat een wereldwijde indexbelegging samen met een kleine selectie van actieve fondsen een interessante optie is voor de langetermijnbelegger. Aangezien grote Amerikaanse multinationals goed zijn voor meer dan 60% van de wereldwijde indices, zal het wereldwijde beursrendement hoofdzakelijk afhangen van de prestaties van Amerikaanse bedrijven. Op onderstaande grafieken zien we gelukkig toch een aantal positieve elementen:

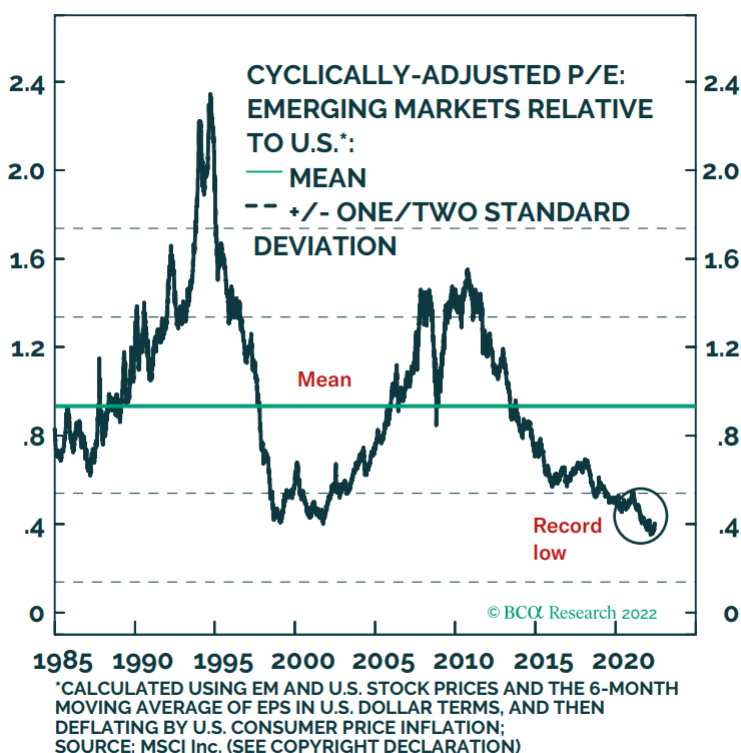
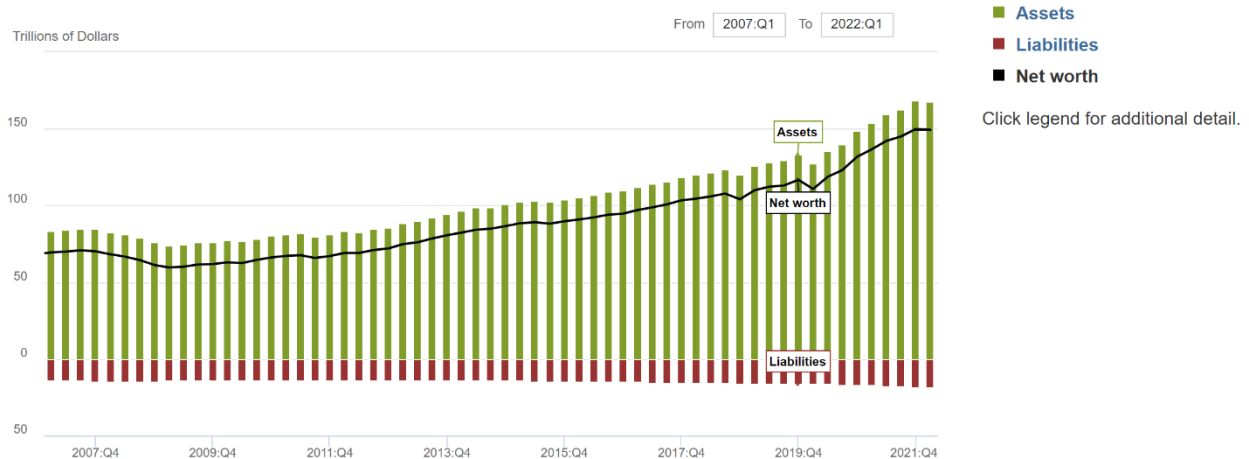
- (1) De winstvooruitzichten voor de Amerikaanse bedrijven zien er nog altijd goed uit;
- (2) De markt is veel goedkoper dan zes maanden geleden;



- (3) Mogelijk volgt er een korte maar krachtige winstrecessie, maar structureel baart de Amerikaanse economie ons weinig zorgen, met gezonde balansen bij de bedrijven en gezinnen, een ondernemerscultuur en gunstige demografische trends.

⁶ <https://themortgagereports.com/61853/30-year-mortgage-rates-chart>

⁷ <https://www.cnbc.com/2022/06/13/europes-fear-gauge-just-hit-its-highest-level-since-may-2020.html>



Bij TreeTop denken we dat ook een selectie van actieve fondsen met een grotere blootstelling aan opkomende makten en sectoren interessant kan zijn, vooral gezien de hoge concentratie Amerikaanse bedrijven in de wereldwijde indexen. Zoals u ziet aan de linkerkant, waren de opkomende markten zelden zo goedkoop in vergelijking met de Amerikaanse markt. China en India volgen elk hun eigen koers. India draait op volle toeren na een slechte coronacrisis, terwijl China met een aantal problemen kampt, die voornamelijk verband houden met de vastgoedmarkt, maar het land blijft ambitieus en heeft enkele interessante bedrijven.

Een sterkere dollar zal het weerstandsvermogen van de opkomende markten op de proef stellen. Grensmarkten (Pakistan, Sri Lanka, Egypte) zullen wellicht in de problemen raken, maar wij hebben geen beleggingen in die landen. De grote opkomende markten (Zuid-Korea, Taiwan,

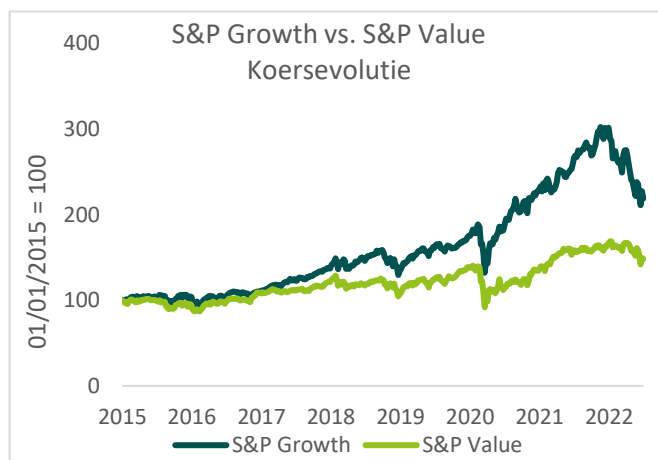
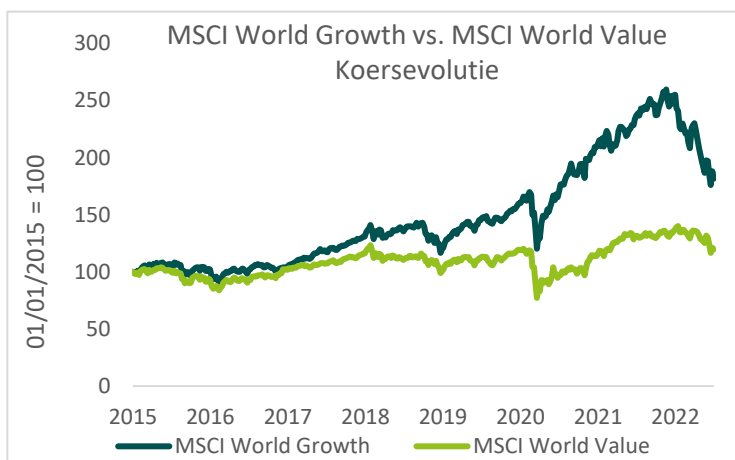
Zuidoost-Azië, Brazilië) staan veel sterker in hun schoenen en hun beurzen zien er goedkoop uit. Vele opkomende economieën verkeren in veel betere vorm dan Europa, met internationale topbedrijven (Samsung, TSMC, Infosys), landen die profiteren van hogere grondstoffenrijzen (Indonesië, Zuid-Amerika) en goede macro-economische indicatoren.

Volatiliteit is kortom een jammerlijk neveneffect van beleggen op de internationale beurzen en het is belangrijk om altijd een beleggingshorizon van drie tot vijf jaar voor ogen te houden, met voldoende cash om onzekere tijden te doorstaan. Alles in cash aanhouden is echter de beste manier om op lange termijn aan koopkracht in te boeten. Men mag ook niet vergeten dat de wereldwijde beurs vanwege zijn liquide aard een voorlopende indicator is voor heel wat andere activaklassen (private equity, vastgoed ...). Ze gaat meestal als eerste naar beneden maar is ook de eerste om zich te herstellen. Onze Financial Advisors staan uiteraard ter beschikking om op al uw vragen te antwoorden.

2. Onze overtuigingen

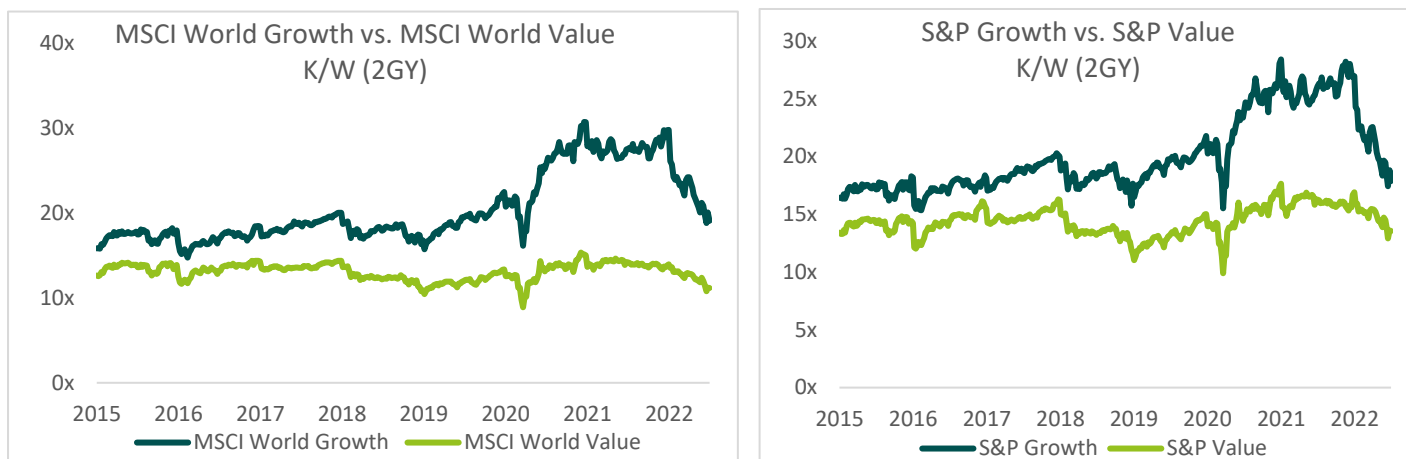
Onze strategie, die dit jaar geen positief resultaat oplevert⁸, presteerde niettemin beter dan de rest van de markt, dankzij enkele succesvolle beleggingen in China en in Amerikaanse waarde aandelen. Onze meest succesvolle belegging tot dusver dit jaar was het Chinese bedrijf **FUFENG**, wereldleider in MSG en aminozuren. We hadden dit aandeel al geruime tijd in de portefeuille, en het presteerde lange tijd slechter dan de markt, maar in de voorbije maanden schoot het omhoog en sinds januari is de koers bijna verdubbeld. Dit is helaas hoe aandelen zich vaak gedragen op de beurs en het toont aan dat het niet volstaat om de juiste beleggingsinzichten te hebben. Men moet ook over temperament en geduld beschikken, want de markt kan je lange tijd tegenwerken. Ons beleggingsscenario was eenvoudig en ging ervan uit dat **FUFENG**, nadat het een leiderspositie op gebied van kosten had veroverd in zijn markten, met moderne fabrieken op de juiste locaties, geleidelijk duurzamere cashflows zou opbouwen. Dat laatste nam meer tijd in beslag dan voorzien, aangezien kleinere concurrenten de ene prijzenoorlog na de andere startten. De situatie lijkt zich eindelijk te stabiliseren, nu de volatiele grondstoffenprijzen en financiering in de voorbije jaren in China deze kleine concurrenten uit de markt geweerd hebben, waardoor **FUFENG** en zijn grote concurrent MEIHUA nu meer controle hebben over de prijzen en de marges. Ondanks de goede resultaten van het aandeel⁸, blijven we een grote positie in het bedrijf aanhouden, vermits het aandeel nog altijd goedkoop is, zowel in relatieve als absolute zin. Het bedrijf is ook gestart met de bouw van een fabriek in North Dakota in de VS, om de lokale markt voor aminozuren zo beter te bedienen. We denken dat dit een interessante beslissing is omdat FUFENG zijn uitstekende knowhow van het fermentatieproces kan combineren met goedkopere maïs en energieprijzen in de VS om zo een best-in-class fabriek te creëren.

Twaalf maanden geleden besloten we bij TreeTop om een aantal nieuwe waardeproducten te lanceren en een deel van onze strategie onder te brengen in Amerikaanse waarde aandelen, via de Dogs of the Dow-strategie. Dit bleek een verstandige zet te zijn, aangezien waarde aandelen het overal ter wereld veel beter gedaan hebben dan groeiaandelen.



⁸ In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor de toekomst.

De slechtere resultaten van groei in vergelijking met waarde blijken zowel uit de wereldwijde aandelenmarkten als in de Amerikaanse markt en volgen een opvallend vergelijkbaar patroon. Zoals uit de twee onderstaande grafieken blijkt, waren de groeiaandelen erg duur geworden in verhouding tot waarde tijdens de pandemie en de recente ommekeer is bijgevolg een terugkeer naar de normale trend.



Wij denken dat het nog altijd zin heeft om een deel van de portefeuille onder te brengen in 'value-aandelen' omdat deze bedrijven doorgaans beter presteren in tijden van hoge inflatie⁹. De waardering van groeibedrijven is sterk afhankelijk van cashflows die ver in de toekomst liggen en die nu zwaarder verdisconteerd worden omdat de rente stijgt, terwijl value-aandelen nu veel meer cashflow genereren, maar met minder groei.

We maken in onze strategie gebruik van de *Dogs of the Dow*-methode om systematisch een deel van onze portefeuille te beleggen in Amerikaanse value-aandelen. Deze methode is eenvoudig en bestaat erin de bedrijven met het hoogste dividendrendement uit de Dow Jones Industrial-index te kopen. Deze index biedt het voordeel dat hij de grootste Amerikaanse bedrijven bevat die doorgaans altijd hun dividend betalen. Deze strategie heeft het in de voorbije maanden redelijk goed gedaan, aangezien verschillende aandelen dit jaar een positief rendement opleveren⁸. Bedrijven die een grote bijdrage leverden aan het rendement waren **CHEVRON**, een grote Amerikaanse olie- en gasmaatschappij, **MERCK & Co**, een grote farmaceutische onderneming en **AMGEN**, een van de grootste biotechbedrijven ter wereld.

Een aantal posities leed licht verlies en een handvol aandelen slikte grote verliezen, wat het rendement van onze strategie onder nul deed zakken. De grootste tegenvallers waren **IWG**, **ASHTED** en **INDIABULLS HOUSING FINANCE**. **IWG** is 's werelds grootste exploitant van volledig uitgeruste kantoorgebouwen en doordat er massaal van thuis uit gewerkt werd, had dit helaas een impact op de activiteiten van het bedrijf. Toch was het veruit de best presterende onderneming in zijn sector, beschikt het over een interessante franchisestrategie om zijn netwerk uit te breiden naar de voorsteden, en de grotere flexibiliteit op de werkvloer na de pandemie kan uiteindelijk misschien ook een voordeel zijn voor zijn businessmodel, aangezien het bedrijf een brede waaier aan locaties kan aanbieden in de buurt van de werknemers van zijn klanten. Hoewel het twee totaal verschillende bedrijven zijn, hebben zowel **ASHTED** als **INDIABULLS HOUSING FINANCE** zwaar geleden onder de hogere rentevoeten en de vertragende wereldeconomie. In het geval van **ASHTED**, een toonaangevende machineverhuurder, zal een slabakkende economie in de eerste plaats impact hebben op zijn klanten, wat daardoor negatief effect kan hebben op de activiteiten van het bedrijf. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** daarentegen, een hypotheekverstrekker in India, wordt rechtstreeks geraakt door de hogere rentevoeten, aangezien dit de financieringskosten verhoogt, die de winstmarges onder druk zetten en de groei afremmen. Maar als we de zaken op lange termijn bekijken, denken we dat de vooruitzichten voor deze drie beleggingen structureel intact blijven. **IWG** zal zijn klanten helpen evolueren naar een wereld met flexibelere kantoorruimte. Bedrijven zullen blijven investeren, en er zal nieuwe infrastructuur gebouwd worden, wat in het

⁹ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

voordeel speelt van **ASHTeAD**. Ten slotte zullen er in India ook meer leningen nodig zijn om huizen te kunnen kopen, waarvan ook **INDIABULLS HOUSING FINANCE** zal profiteren.

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 30 juni 2022

Uitgegeven door TreeTop Asset Management SA, Beheervenootschap 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.
