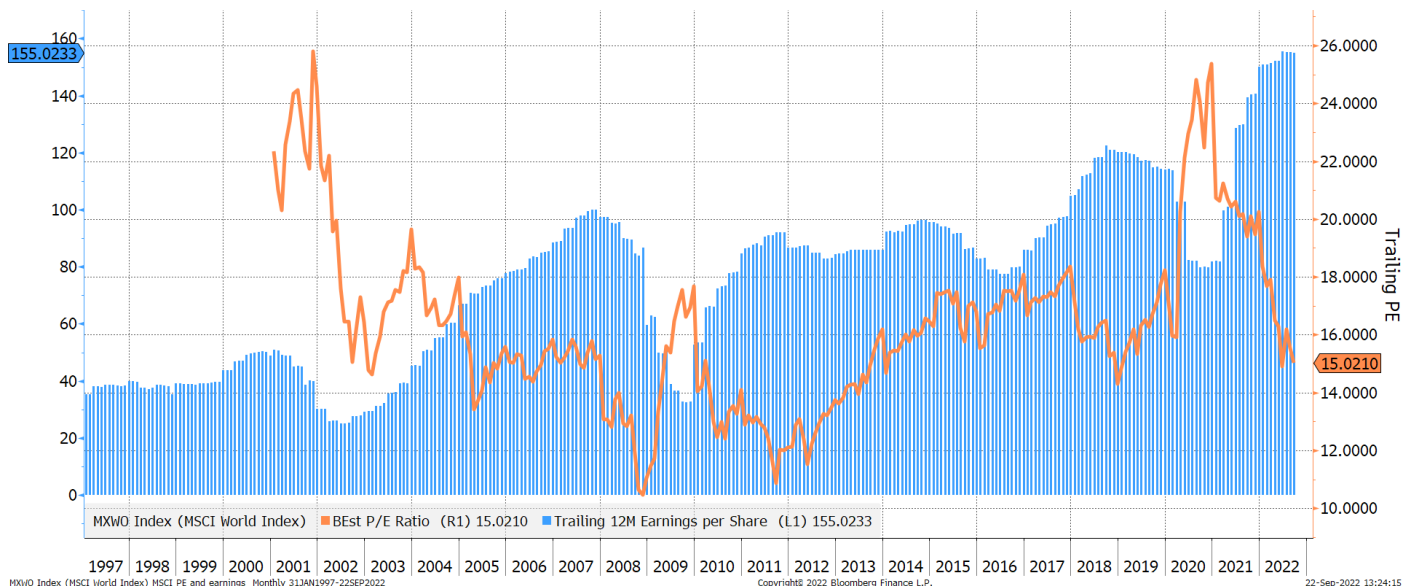




Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

De economische situatie is de afgelopen drie maanden helaas niet wezenlijk verbeterd en het Westen – met name Europa – kampt nog steeds met hoge energieprijzen. Onze recente nieuwsbrieven over **beleggen bij hoge inflatie en het belang van een wereldwijde aanpak** zijn ook vandaag nog uitermate relevant. Vijftien maanden geleden analyseerden we de implicaties van een stijgende inflatie en stonden we stil bij het verloop van de grote aandelenmarkten tijdens de vorige inflatieschok in de jaren 1970¹. De inflatie is sindsdien bijna verdubbeld en nu de aanvoer van Russisch aardgas naar Europa stilvalt, vertoont de situatie nog meer gelijkenissen met de olieschok van toen. Onze belangrijkste aanbevelingen waren destijds om **beleggingen wereldwijd te spreiden, voldoende cash aan te houden, maar niet te veel** en voorbereid te zijn op **volatiele tijden**, wetende dat **aandelen wereldwijd op lange termijn meestal goed beschermen tegen inflatie**. Het zijn zeker volatiele tijden geweest en wij verwachten ook in de nabije toekomst nog woelige wateren, maar tot nu toe hebben de bedrijfswinsten wereldwijd opmerkelijk goed standgehouden. De meeste bedrijven in de wereld hebben hun marges kunnen beschermen en zo hun winsten veilig kunnen stellen.



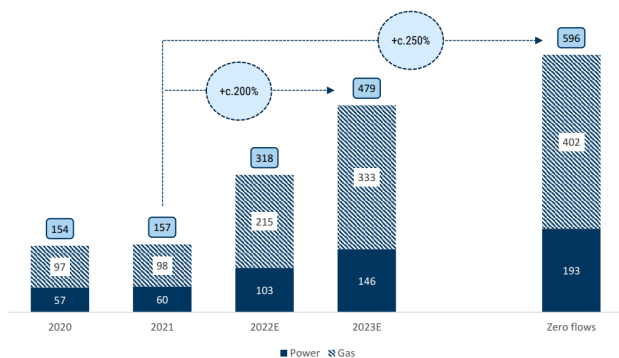
In onze nieuwsbrieven over het eerste² en tweede¹ kwartaal van 2022 gingen we dieper in op het belang van Amerikaanse aandelen in wereldwijde indices en de relatieve weerbaarheid van de Amerikaanse economie. Meer dan ooit zijn wij van mening dat Amerikaanse en in mindere mate Aziatische aandelen de komende tijd de belangrijkste bron van rendement op de wereldwijde aandelenmarkten zullen zijn. Een belangrijk probleem van de Europese economie, dat de crisis genadeloos aan het licht brengt, is dat zij voor een groot deel van haar primaire-

¹ <https://treetopprivate.be/nl/onze-publicaties/experts-aan-het-woord/de-brief-van-jacques-berghmans-2de-kwartaal-2021>

² <https://treetopprivate.be/nl/onze-publicaties/experts-aan-het-woord/de-brief-van-jacques-berghmans-1ste-kwartaal-2022>

energiebehoefte afhankelijk is van het buitenland. Doordat de meeste van Europa's energieleveranciers in historisch onstabiele regio's liggen (Midden-Oosten, Afrika) en/of door autocraten worden geleid (Rusland, Saoedi-Arabië), is Europa gevoeliger voor grote energieschokken dan andere delen van de wereld. Energie neemt in goede tijden al een flinke hap uit het budget van huishoudens en bedrijven, maar kan in slechte tijden snel in een humanitaire crisis ontaarden. De Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs deed in september een poging om de impact van de energiecrisis in cijfers uit te drukken:

Exhibit 1: Based on current forward curves, household energy bills in Italy could reach nearly €500/month
Italian power and gas household bills evolution (€/month)



Source: Eurostat, Goldman Sachs Global Investment Research

“Tegen de huidige prijzen op de termijnmarkt zal de energiefactuur volgens onze ramingen begin volgend jaar pieken op zowat 500 euro per maand voor een gemiddeld Europees gezin, wat neerkomt op een stijging van circa 200% tegenover 2021. Voor heel Europa betekent dit volgens ons een toename van de factuur met om en bij de 2 biljoen euro, of zo'n 15% van het bbp.”

Dichter bij huis schatte de Belgische econoom Bruno Colmant dat mogelijk tot 40% van de Belgische huishoudens door de hogere gas- en elektriciteitsprijzen geen besteedbaar inkomen zullen overhouden³. Toren hoge energieprijzen duwen niet alleen gezinnen in de armoede, ze bedreigen ook het economische potentieel van landen op lange termijn en zelfs de voedselzekerheid. De industrie, de landbouw en de

voedselproductie hebben veel energie nodig. Een recent artikel in de Franse krant Capital.fr merkte op dat de broodprijzen in Europa recent gestegen zijn van 8% jaar op jaar (j/j) tot meer dan 60% j/j in Hongarije!⁴ Enkele Europese staalfabrieken, nog zo'n energie-intensieve sector, legden de afgelopen maanden de productie stil, waardoor de totale productie in juli 2022 6,7% lager lag dan een jaar eerder⁵

Er zijn voor die problemen korte- en langetermijnoplossingen, maar voor we daarop ingaan is het interessant om te weten hoe Europa in zo'n kwetsbare situatie verzeild is geraakt en hoe het komt dat de twee andere industriële grootmachten – de VS en China – er op energievlak veel beter voor staan. De Amerikaanse Energy Information Administration verzamelt gegevens over het verbruik en de productie van primaire energie (energie in ruwe vorm, zoals steenkool, aardgas en hernieuwbare energiebronnen) in de meeste grote economieën van de wereld en een paar cijfers zeggen veel meer dan een lange uitleg.

	Energieproductie (qBtu)	Verbruik (qBtu)	Zelfvoorzienendheid	Verbruik per hoofd bevolking (miljoen Btu)	Aardgasverbruik (% totaal/qBtu)
VS	101,4	100,5	100%	304	32,2 (32%)
China	123,8	151,8	82%	107	11,3 (7%)
Frankrijk	5,1	10,1	50%	151	1,6 (16%)
Duitsland	4,4	13,4	33%	161	3,5 (26%)
België	0,6	2,7	22%	234	0,6 (22%)
Japan	2,3	18,7	12%	147	4,1 (22%)

Bron: EIA, cijfers 2019, berekeningen TreeTop.

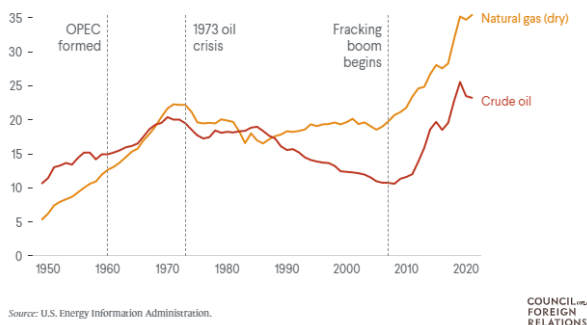
³ <https://www.lecho.be/dossiers/crise-energetique/bientot-40-des-belges-sous-le-seuil-de-pauvrete-selon-bruno-colmant-vraiment/10411613.html>

⁴ <https://sustainability.emory.edu/wp-content/uploads/2018/02/InfoSheet-Energy26FoodProduction.pdf>

⁵ <https://gmk.center/en/infographic/eu-decreased-steel-production-by-6-7-y-y-in-july-2022/>

U.S. Oil and Gas Production Soared With Fracking

Annual production, quadrillion British thermal units (Btu)



Zoals bovenstaande tabel aantoont, is de Amerikaanse economie wel heel energie-intensief, met het hoogste energieverbruik per hoofd van de bevolking, maar ook de enige grote industriële economie die in haar eigen energiebehoefte kan voorzien. Dat was niet altijd zo en een belangrijke reden voor die zelfvoorzienendheid is de sterke groei van de productie van schalieolie en -gas in de afgelopen 15 jaar, waardoor het land vandaag de grootste olie- en gasproducent ter wereld is⁶. Voor de productie van fossiele brandstoffen zijn ongebreidelde kapitalisme en een cultuur van speculatieve exploratie duidelijk een zegen.

Toch heeft in de Verenigde Staten ook hernieuwbare energie een stevige opmars gemaakt – hernieuwbare elektriciteitsopwekking is er gegroeid van 13,4% van de totale elektriciteitsproductie in 2014 naar 21% in 2021⁷. Zelfs in het uiterst conservatieve Texas zijn wind- en zonne-energie spectaculair opgerukt.⁸

China is in tegenstelling tot zijn Amerikaanse rivaal gevoeliger voor externe energieschokken en bijzonder afhankelijk van CO₂-intensieve steenkool. Tegelijk is het land ook koploper in investeringen in kernenergie en hernieuwbare energiebronnen. Terwijl in de VS de vrije markt overheerst, is China eerder een geleide economie die energiedoelstellingen op lange termijn combineert met een pragmatische investeringsaanpak, waarbij grote infrastructuurprojecten doorgaans beginnen met bescheiden doelen, maar die vervolgens ruim overtreffen. In het recentste vijfjarenplan verklaarde het Chinese Politbureau expliciet:

“China wil tegen 2030 zijn piek in CO₂-uitstoot bereiken en tegen 2060 CO₂-neutraal zijn. Om die doelstelling te verwezenlijken, wordt onder meer het aandeel van niet-fossiele brandstoffen in het primaire-energieverbruik opgetrokken tot 25% en het totale geïnstalleerde vermogen aan wind- en zonne-energie uitgebreid tot 1200 GW in 2025. China’s 14de Vijfjarenplan beschouwt steenkool evenwel als een energiebron die nog vele jaren noodzakelijk zal blijven om de energiezekerheid en economische efficiëntie te garanderen.”

Een sterke overheid wil niet zeggen dat er geen plaats is voor privébedrijven. Een factor die in ruime mate mee zal bepalen of China erin slaagt zijn doelen waar te maken, is het bestaan van een bijzonder dynamische privésector. China heeft twee van de grootste batterijfabrikanten, **BYD** en **CATL**, heeft meer dan 80% van de toevoerketen van zonnepanelen in handen⁹ en telt veel bedrijven die actief zijn in cruciale segmenten van de groene toevoerketen, zoals zeldzame aardmetalen. Wie graag meer wil weten over de transitie naar groene energie in China, raad ik een reportage van Bloomberg aan, die een uitstekend beeld geeft van de schaal van de groene investeringen in China (<https://www.youtube.com/watch?v=b1LQSezKxnA>). Hebt u wat meer haast, dan zijn er twee belangrijke cijfers die u moet onthouden: tegen 2037 wil China 150 nieuwe kerncentrales bouwen, meer dan er van 1987 tot 2022 wereldwijd gebouwd zijn, en tegen 2030 wil het 1,2 TW zonne- en windvermogen hebben, genoeg om aan de huidige elektriciteitsvraag in de VS te voldoen.

Europa lijkt de afgelopen jaren jammer genoeg zware oogkleppen op te hebben gehad toen het zijn traditionele opwekkingsinstallaties, vooral steenkool- en kerncentrales, sloot en verving door voornamelijk op Russisch aardgas draaiende gasgestookte centrales en hernieuwbare energie. Hoopgevend is wel dat gascentrales nog altijd maar een klein deel van de in Europa opgewekte elektriciteit vertegenwoordigen, wat volgens de Amerikaanse bank Goldman Sachs kansen biedt op een kortetermijnoplossing:

“(…) we merkten op dat de voornaamste kritiek op het huidige systeem is dat gascentrales, die momenteel circa 25% van de benodigde elektriciteit opwekken, zowat 75% van de tijd de prijs bepalen. Zoals de volgende grafiek toont, kan van “marginale prijsvorming” overstappen op een systeem van “gewogen gemiddelde” prijzen de huidige termijncurves doen dalen van ongeveer € 500 / MWh naar € 210 / MWh, een vermindering van circa 55%. Als het aandeel van hernieuwbare energie in het systeem zou toenemen tot 75% (in lijn met het plan REPowerEU), zouden de

⁶ <https://www.cfr.org/backgrounder/how-us-oil-and-gas-industry-works>

⁷ <https://www.eia.gov/energyexplained/electricity/electricity-in-the-us-generation-capacity-and-sales.php>

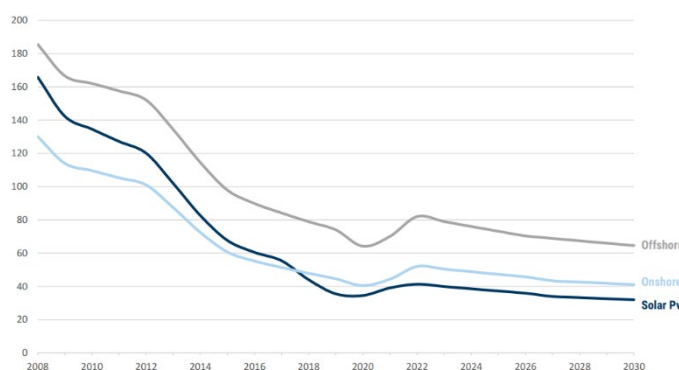
⁸ <https://www.youtube.com/watch?v=jfcbYwn8okY>

⁹ <https://www.iea.org/news/the-world-needs-more-diverse-solar-panel-supply-chains-to-ensure-a-secure-transition-to-net-zero-emissions>

elektriciteitsprijzen op basis van dat systeem van gewogen gemiddelden volgens onze schattingen verder dalen tot om en bij de € 140 / MWh (circa 70% minder).”

Frankrijk heeft al stappen in die richting gezet door de elektriciteitsprijs te begrenzen, waardoor de inflatie er sterk is afgeremd. Dat is echter geen wonderoplossing en geen optie voor landen met meer gasgestookte centrales, zoals Duitsland. De analist van Goldman Sachs wijst er ook op dat het leeuwendeel van de hogere factuur voor Europese huishoudens niet van duurdere elektriciteit zal komen, maar van duurder gas om woningen en water te verwarmen. Hetzelfde probleem hebben bedrijven die aardgas nodig hebben als grondstof en/of energiebron. Daarvoor is er wellicht geen oplossing op korte termijn, behalve dan de thermostaat lager zetten en koortsachtig zoeken naar alternatieve gasaanvoer in het Midden-Oosten en de Verenigde Staten. Op lange termijn gaan de meeste analisten ervan uit dat Europese landen de warmte-efficiëntie van woningen zullen moeten verbeteren – de Europese Unie stelt immers zelf dat Europese gebouwen verantwoordelijk zijn voor 40% van het energieverbruik en 36% van de uitstoot van broeikasgassen in de regio. Sommige landen doen het wat dat betreft beter dan andere. Zo zijn de Baltische staten met de hulp van Europa oude woonblokken uit het Sovjettijdperk aan het renoveren, waardoor het energieverbruik van de huishoudens er met wel 80% afneemt¹⁰. We zullen ook massaal moeten investeren in hernieuwbare energie, zeker als we het vervoer, dat vandaag hoofdzakelijk op olie steunt, willen decarboniseren. Europa beschikt gelukkig over veel expertise in windenergie op land en op zee en over een uitgebreide technische kennis van hoogspanningsnetten. Zoals we op onderstaande grafiek zien, is de kostprijs van hernieuwbare energie de afgelopen jaren spectaculair gedaald, voor een stuk dankzij China. Het mooie aan zonnepanelen is dat zelfs als de relatie tussen het Westen en China spaak zou lopen – al hopen we van niet – zonnepanelen in tegenstelling tot gaspijplijnen niet kunnen worden uitgezet.

Exhibit 37: The cost of renewable generation has decreased by c.60%-80% since 2008
Wind and solar LCOEs (€/MWh)



Kernenergie heeft enkele voordelen, in de eerste plaats een lage CO₂-voetafdruk en het vermogen om in alle weersomstandigheden veel elektriciteit op te wekken met een heel klein ruimtebeslag. De grootste pijnpunten zijn de verstrekende gevolgen van ongevallen en de lange levensduur van het hoogradioactieve afval. Voor een debat over kernenergie is deze nieuwsbrief niet het geschikte medium, we willen alleen aanstippen dat kernenergie zeker geen mirakeloplossing is. De levensduur van bestaande centrales verlengen – als dat veilig kan – is zeker een aantrekkelijk idee op korte tot middellange termijn, maar uiteindelijk zullen we nieuwe elektriciteitscentrales moeten bouwen. Een ander probleem is dat Europa er niet meer in lijkt te slagen om kerncentrales te bouwen binnen de geplande termijn en het geplande budget. De afgelopen jaren zijn EDF en Areva, de enige bedrijven in West-Europa die nog proberen om kerncentrales te bouwen, drie nieuwe projecten gestart: een in Finland, een in Frankrijk en een in China. De projecten in Finland en Frankrijk liepen heel veel vertraging op en gingen ontzaglijk ver over budget, waardoor Areva de facto failliet ging en door de Franse overheid moest worden gered. Veelzeggend is dat het enige project dat wel een succes werd, de centrale in China was.

We kunnen besluiten dat de energiecrisis in Europa niet meteen zal verdwijnen en gevolgen zal hebben voor de huishoudens, de bedrijven en uiteindelijk ook onze beleggingen. Goedkope, overvloedige energie is het fundament waarop de economische ontwikkeling sinds de industriële revolutie is gebouwd en nu dat wegvalt, ontstaan grote economische problemen. Een positievere boodschap is dat een crisis op korte termijn kan uitgroeien tot een kans op lange termijn voor wie de juiste beslissingen neemt. Zoals de vaccins en behandeling tegen covid-19 hebben aangetoond, is het mogelijk om grote wetenschappelijke vooruitgang te boeken in enkele jaren in plaats van decennia

¹⁰ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-21/why-lithuania-leads-europe-in-mobilizing-green-building-retrofits?srnd=premium-europe>

als er maar genoeg politieke wil is. Europa kan een voortrekker worden in energiebesparende innovatie en de circulaire economie. Mercedes heeft al een van de efficiëntste elektrische auto's¹¹, Franse architecten hebben de Pritzker-prijs (de Nobelprijs voor architectuur) gewonnen met een goedkope renovatie die sociale woningen veel energie-efficiënter maakte¹² en gerecycleerd plastic kan een belangrijke grondstof worden voor de industrie ter vervanging van goedkoop aardgas¹³. Intussen behouden wij bij TreeTop een wereldwijde benadering voor de beleggingen en zoeken we bedrijven en indices die beschut zijn tegen de ergste stormen op de Europese energiemarkt en/of een zakenmodel hebben dat oplossingen¹⁴ voor de energiecrisis aanreikt.

2. Onze overtuigingen

Hoewel het jaar globaal genomen goed begonnen was voor onze strategie en een aantal van onze beleggingen de bredere markt versloegen, waren de afgelopen drie maanden moeilijker en ging onze strategie in het algemeen mee achteruit met de rest van de markt. Heel weinig activaklassen boekten sinds begin dit jaar winst en de meeste economieën deden het slecht – Europa leed onder de energiecrisis, China onder de vele coronalockdowns en de vastgoedcrisis, de VS onder de stijgende rente en hoge inflatie. Enkele grote posities hielden afgelopen kwartaal wel goed stand, zoals **FUFENG**, maar geen enkele waarde presteerde voldoende om verliezen elders te kunnen goedmaken. Door de zwakke prestaties van de meeste aandelen is er een grote kloof ontstaan tussen de kerncijfers van bedrijven en hun aandelenkoers. **FUFENG**, bijvoorbeeld, een belangrijke producent van aminozuren in China en een heel grote positie voor ons, maakte onvoorstelbaar goede resultaten bekend, maar ondanks die uitstekende operationele prestaties ging het aandeel die dag toch achteruit. Het noteert nu met een koers-winstverhouding van amper 2x en met 15% dividendrendement, de laagste waardering die we ooit zagen.

Zoals uitgelegd in onze twee laatste nieuwsbrieven, hebben we onze strategie de afgelopen 18 maanden bijgesteld om meer blootstelling te krijgen aan grote Amerikaanse waarde aandelen, die minder goed gepresteerd hadden dan de grote groeibedrijven uit de technologiesector. We gebruikten de “**DOGS of the DOW**”-methodologie, die erin bestaat de tien aandelen uit de Dow Jones met het hoogste dividendrendement te kopen en die posities jaarlijks aan te passen. Zo verkregen we blootstelling aan grote farmaceutische bedrijven (**MERCK**), grote chemiebedrijven (**3M**, **DOW**), oliemaatschappijen (**CHEVRON**), een aantal grote consumptiespelers (**WALGREENS BOOTS**), en grote IT- en telecombedrijven (**INTEL**, **VERIZON**, **CISCO SYSTEMS** en **IBM**). Die strategie is de afgelopen maanden weliswaar gedaald, maar heeft het globaal genomen duidelijk beter gedaan dan de bredere markt.

We hebben nog altijd een aantal gedreven middelgrote bedrijven in portefeuille, waaronder enkele uit Azië. Sommige van die beleggingen, zoals **UPLL**, een koploper in de productie van herbiciden en pesticiden in India, doen het veel beter dan gemiddeld. De meeste van die posities hebben het dit jaar echter niet bijster goed gedaan. Middelgrote bedrijven worden vaak massaal van de hand gedaan zodra er sprake is van een mogelijke recessie, zeker als conjunctuurgevoelig gezien worden. Zo gingen de aandelen van twee in het VK noterende bedrijven, **IWG** en **ASHTEAD**, dit jaar zwaar onderuit. Dat heeft ons enigszins verrast, want beide bedrijven boeken nog steeds goede resultaten en profiteren wellicht van de sterke dollar, aangezien hun activiteiten zich vooral in de Verenigde Staten situeren. **ASHTEAD**, een toonaangevende materiaalverhuurder, zag ondanks een hogere winst en omzet per aandeel zijn marktwaarde dalen van USD 28 miljard eind 2021 naar USD 18 miljard vandaag. Amerikaanse bedrijven en de Amerikaanse overheid zullen volgens ons het komende decennium hun investeringen verder opvoeren en daar zou **ASHTEAD** uiteindelijk van moeten kunnen profiteren. Ook **IWG** (het vroegere **REGUS**), de eigenaar van het grootste netwerk van volledig uitgeruste kantoren ter wereld, is volgens ons ten onrechte afgestraft bij de terugval van de markt. Het bedrijf had het moeilijk toen tijdens de coronalockdowns werknemers niet naar kantoor gingen, maar de activiteiten komen vlot weer op gang en de pandemie heeft wellicht de vraag doen toenemen naar de hybride kantooroplossingen die **IWG** aanbiedt. Het aandeel noteert tegen 10x de verwachte winst en de marktkapitalisatie van USD 1,4 miljard is een fractie van de USD 5 miljard die het bedrijf op zijn hoogtepunt in 2019 waard was.

Tot slot zijn ook de meeste posities in China de afgelopen maanden niet aan de zware correctie ontsnapt. Wij beseffen dat de coronalockdowns en de vastgoedcrisis tot de grootste uitdagingen behoren die China de voorbije decennia het

¹¹ <https://electrek.co/2022/06/23/mercedes-benzs-ultra-efficient-vision-eqxx-electric-car-traveled-750-miles-1200-km-range/>

¹² <https://www.pritzkerprize.com/laureates/anne-lacaton-and-jean-philippe-vassal>

¹³ <https://www.nweurope.eu/projects/project-search/transform-ce-transforming-single-use-plastic-waste-into-additive-manufacturing-and-intrusion-extrusion-moulding-feedstocks-and-creating-a-new-circular-economy-model-for-nwe/>

¹⁴ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd

hoofd heeft moeten bieden. Het land heeft echter nog steeds een hoogopgeleide en ondernemende bevolking en de komende jaren rijzen er wellicht opnieuw heel grote bedrijven op. De meeste aandelen noteren er vandaag tegen lage waarderingen: **MAN WAH**, een grote fabrikant van luxesofa's tegen 6,6x de verwachte winst, **VIPSHOP HOLDING**, de grootste online kledingdiscounter tegen 7x de verwachte winst en **CHINASOFT**, een vooraanstaande IT-onderaannemer tegen 9,6x de verwachte winst. Zodra de stemming keert, kunnen die aandelen volgens ons een snel herstel maken.

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 september 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.
