

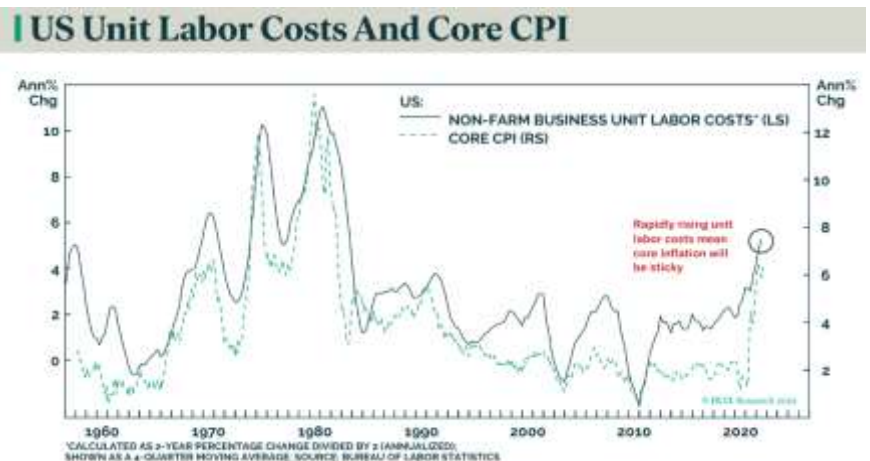
Economische en beursconjunctuur

2022 zal de geschiedenis ingaan als het jaar waarin de lage inflatie en 'vrij geld' een abrupt einde kenden in de Westerse wereld. Sinds het begin van de jaren tachtig kende de inflatie in Europa en de Verenigde Staten een structurele neerwaartse trend, waardoor de meeste beleggers, bedrijven en huishoudens nooit een reële inflatie hadden gekend. Zoals blijkt uit de onderstaande grafiek schommelden de inflatie in de VS (geel) en de inflatie in de EU (in wit) gedurende het grootste deel van de afgelopen drie decennia rond 1 à 2%, met pieken van korte duur van 4%. Alles veranderde dit jaar echter, toen de inflatie in sommige Europese landen tot 9% steeg en in sommige Europese landen zelfs twee cijfers bereikte.



Figuur 1 - Amerikaanse inflatie (geel) en inflatie in de eurozone (in wit) (bron: Bloomberg)

De centrale banken, politici en een aantal economische commentatoren dachten aanvankelijk dat het slechts om een tijdelijke aanpassing ging als gevolg van het einde van de COVID-19-pandemie, maar de duur van deze inflatiegolf, die gedeeltelijk werd aangewakkerd door de Russisch-Oekraïense oorlog, doet ons denken dat we waarschijnlijk niet terugkeren naar het economische en financiële klimaat van voor de pandemie. De kans bestaat dat de inflatie volgend jaar zal dalen, aangezien het

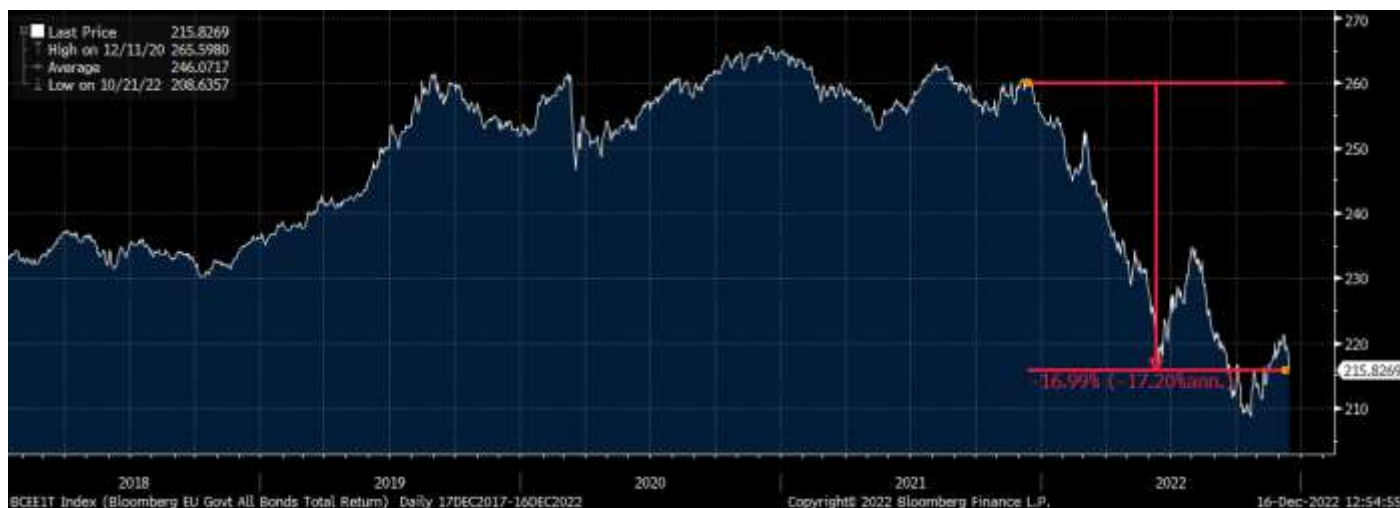


onwaarschijnlijk is dat de energieprijzen veel meer zullen stijgen ten opzichte van hun huidige hoge niveaus, maar we denken dat het onwaarschijnlijk is dat het op korte termijn terug zal keren naar 2%. We zien nu steeds meer druk op

de lonen als gevolg van krappe arbeidsmarkten, vakbondsvorming of aan de inflatie gekoppelde lonen (zoals in België). Meer dan ooit zal het voor spaarders belangrijk zijn om in reële activa te beleggen om hun koopkracht intact te houden en hopelijk bescheiden reële rendementen te genereren. Te lang aan de zijlijn blijven staan kan snel duur uitvallen naarmate de inflatie toeneemt en kan snel het spaargeld uithollen. Over vijf jaar verliest cash 22% van zijn koopkracht in een context van 5% inflatie op jaarbasis en 41% van zijn koopkracht wanneer de inflatie jaarlijks 10% bedraagt.

Helaas heeft de inflatie ook de neiging om de economie te verstoren en maakt het voor ondernemers en politici moeilijk om bedrijven en overheden naar behoren te leiden. Het creëert ook volatiliteit op de financiële markten zoals we dit jaar hebben gezien. In een klimaat van dalende inflatie en rentevoeten kunnen beleggers bijna alle activa kopen (vastgoed, private equity, aandelen, obligaties) en geld verdienen. Wanneer de inflatie en de rente de andere kant op gaan, moeten beleggers heel voorzichtig zijn en in de eerste plaats financiële instrumenten vermijden waar verliezen aanzienlijk en onherstelbaar kunnen zijn.

Wie ons de afgelopen jaren heeft gevolgd, weet dat we al een tijdje negatief staan ten aanzien van obligaties en het als nefast beschouwen dat obligaties soms als 'veilige' belegging voor 'conservatieve' beleggers worden voorgesteld. Zoals we op onderstaande grafiek kunnen zien, zijn Europese overheidsobligaties dit jaar met zowat 15% gedaald, de slechtste prestatie sinds de start van deze Bloomberg-index in 2000. Hoewel sommige beheerders beweren dat het ergste achter de rug is en het nu tijd is om weer obligaties te kopen, blijven we voorzichtig aangezien de reële rente (rente op obligaties - inflatie) nog altijd aanzienlijk negatief is en we mogelijk nog verdere renteverhogingen zien. Wij zijn niet de enige die er zo over denken. BlackRock, de grootste vermogensbeheerder van de wereld¹, mijdt nu in al zijn beleggingsscenario's overheidsobligaties.



Figuur 2 - European Government Bond index (bron: Bloomberg)

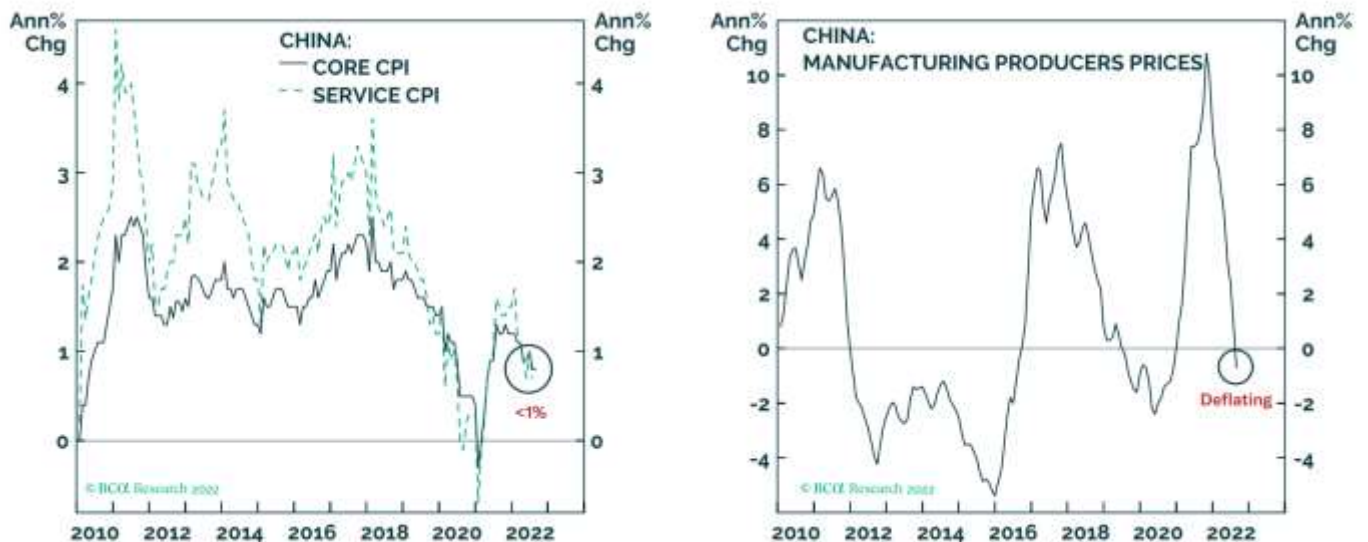
Globaal gezien bevindt de wereldeconomie zich ook in een relatief fragiele situatie², waarbij Europa diep verstrikt is in een crisis van levensonderhouds-/energiekosten, China kreunt onder een vastgoedcrisis, een complex COVID-beheer en de Verenigde Staten te kampen hebben met een hoge inflatie. Van dit trio lijkt de Amerikaanse economie in de beste positie te zitten, aangezien de meeste problemen te wijten zijn aan de oververhitting van de economie, die hopelijk zal worden opgelost door een aantal cyclische aanpassingen. De Amerikaanse inflatie is voornamelijk intern aangedreven, met lonen die sneller stijgen dan de productiviteit terwijl de inflatie in Europa het gevolg is van de door de Oekraïense oorlog veroorzaakte energieprijenschok. Dit betekent dat Amerikaanse werknemers nominaal veel meer verdienen en dat talrijke lonen heel wat sneller stijgen dan de inflatie, terwijl Europese werknemers helaas structureel armer zijn door een externe economische schok. Het economisch onderzoeksbureau BCA schatte onlangs dat "De Europese economie op korte termijn wordt geconfronteerd met sterkere tegenwind dan de Amerikaanse economie. Zowel de Duitse verwerkende industrie als de dienstensector zullen de komende maanden verder vertragen, vooral door een forse daling van de Europese reële lonen (-6,2% tegenover -2,5% in de VS)." De moeilijke situatie in Europa herinnert ons eraan waarom we bij TreeTop een globale beleggingsbenadering hanteren, aangezien deze ons

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-13/blackrock-s-top-bet-is-shunning-sovereign-bonds-in-all-scenarios?leadSource=uverify%20wall>

² <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

over het algemeen steeds een gebied van de wereld of beleggingscategorie met interessante vooruitzichten kan bieden.

In Azië gedraagt de Chinese economie zich in schril contrast met de Amerikaanse economie, met de Chinese centrale bank die de liquiditeit versoepelt en renteverlagingen doorvoert omdat ze te maken krijgen met een inzinking van de vastgoedsector, een hoge jeugdwerkloosheid en bijna deflatie. Het land blijft zeer efficiënt in het produceren van goedkope en kwaliteitsvolle producten, maar de lokale vraag is heel wat vertraagd. China kende een record handelsoverschot van meer dan 600 miljard USD in 2021³ en het lijkt erop dat het overschot in 2022 ook dicht bij hetzelfde niveau zal liggen.



Figuur 3 - Consumptieprijsindex (CPI) en evolutie van de prijzen van de verwerkende producenten in China (bron: BCA Research)

De halsbrekende consumptiegroei in het land is echter waarschijnlijk achter de rug, aangezien de loongroei sterk is vertraagd⁴. In het algemeen zal China nieuwe groeifactoren moeten vinden, aangezien de golf van verstedelijking grotendeels achter de rug is. De meeste Chinese huishoudens hebben nu een modern appartement (zo niet meerdere), een auto en moderne jobs. De volgende fase van de groei zal creatieve innovatie vereisen die een uitdaging zou kunnen vormen in een politieke context waarin de controle en het gebruik van censuur agressief worden toegepast. China kende de afgelopen drie decennia een fantastisch ontwikkelingsverhaal en de Chinese samenleving is altijd in staat geweest om nieuwe uitdagingen aan te gaan, dus zullen we blijven zoeken naar kansen met de economische, sociale en politieke uitdagingen in het achterhoofd. Zuid-Azië (India en enkele Zuidoost-Aziatische landen) daarentegen blijven sterk presteren. De Wereldbank heeft onlangs haar prognoses voor de Indiase economie⁵ verhoogd naar aanleiding van een goed macro-economisch beleid en structurele hervormingen. India is nu de vijfde grootste economie ter wereld (3e aan de hand van de PPP-methode) en het thuisland voor wereldleiders op het gebied van petrochemie, telecommunicatie, technologie en farmaceutica. In Zuidoost-Azië blijven de Filipijnen⁶, Indonesië⁷ en Vietnam⁸ het zeer goed doen en hebben goede economische vooruitzichten met grote en jonge bevolkingsgroepen, betere instellingen zoals onafhankelijke centrale banken en rechtbanken en een dynamische bedrijfscultuur. In het komende decennium zal Zuid-Azië ook profiteren van een demografisch dividend terwijl de rest van de wereld vergrijsd. De mediane leeftijd bedraagt in India slechts 28 jaar in vergelijking met 38 in China en de VS en meer dan 47 in Japan & Duitsland.

³ <https://tradingeconomics.com/china/balance-of-trade#:~:text=Balance%20of%20Trade%20in%20China,Billion%20in%20February%20of%202020>

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-25/china-urban-wages-grew-just-2-2-so-far-this-year-on-covid-curbs?leadSource=uverify%20wall>

⁵ <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/12/05/india-better-positioned-to-navigate-global-headwinds-than-other-major-emerging-economies-new-world-bank-report>

⁶ <https://www.adb.org/news/adb-forecasts-7-4-growth-philippines-2022#:~:text=The%20latest%20supplement%20to%20the,the%20previous%20forecast%20of%206.3%25>

⁷ <https://www.adb.org/news/indonesia-economy-holding-well-2022-faces-headwinds-2023-ADB>

⁸ <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/08/08/vietnam-s-economy-forecast-to-grow-7-5-in-2022-new-world-bank-report-says>

Over het algemeen moeten beleggers in 2023 voor ogen houden dat we een heel ander financieel en economisch klimaat zien dan dat waarin we de afgelopen jaren hebben geleefd. **De wereldwijde aandelenmarkten en publieke markten** hebben zich in het algemeen vanwege hun liquiditeit snel aangepast aan dit nieuwe klimaat. Vastgoed, particuliere schuldinstrumenten, private equity (durfkapitaal, LBO...) worden echter veel geringer verhandeld en hebben doorgaans meer tijd nodig om zich aan te passen. Uit het contact met beleggers in private en public equity bleek informeel dat public equity wordt verhandeld tegen een korting van 30 tot 50% op de private deals. Daarom vermijden ze de meeste private equity-transacties in deze context. Een andere indicator zijn de beursgenoteerde aandelen van private equity-reuzen zoals Partners Group, Blackstone en KKR, die dit jaar allemaal rond 40% of meer zijn gedaald.



Figuur 4 - De prestaties van de aandelenkoers van belangrijke beursgenoteerde private equity-ondernemingen (bron: Bloomberg)

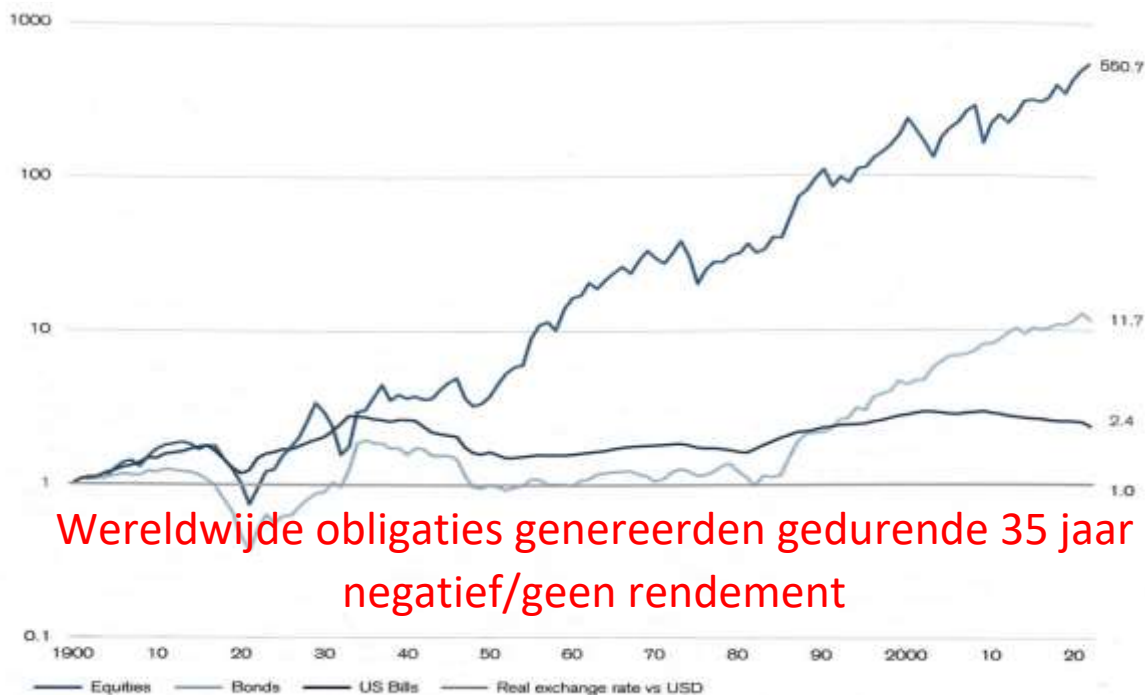
Vastgoed is niet per se beter, omdat de stijgende rente de kosten van schulden zal doen stijgen en de huuropbrengsten zullen moeten stijgen om de hogere kosten van geld te compenseren. De energiecrisis in Europa zal ook druk uitoefenen op verhuurders om gebouwen te renoveren, wat nog bijkomende kosten zal opleveren. Hoewel de nominale rendementen (vóór inflatie) over lange periodes waarschijnlijk prima zullen zijn voor kwalitatief hoogstaand vastgoed⁹, kan het toch lastig worden en zal een goede selectie van goederen meer dan ooit van cruciaal belang zijn. In de VS bijvoorbeeld kon je met een gemiddelde maandelijkse hypotheek van 2.500 USD aan het begin van het jaar een huis van 758.572 USD afbetalen, tegenover nu slechts 476.425 USD!



Figuur 5 - Hoeveel huis je kunt kopen met een maandelijkse hypotheek van \$2.500, op basis van een aanbetaling van 20% en een gemiddelde hypotheekrente op 30 jaar (bron: Bloomberg)

⁹ Geen gewaarborgde resultaten of rendementen.

Zoals u allemaal weet, zullen rendementen uit het verleden zich niet noodzakelijkerwijs herhalen in de toekomst, maar het is nog steeds interessant om te weten dat een belegger die in 1900 op de wereldwijde aandelenmarkt kocht 550x zijn geld terugverdiende, tegenover slechts 11.7x zijn belegging bij aankoop van obligaties. Aangezien we allemaal slechts een beperkte tijd op aarde hebben, is de belangrijkste les dat er lange periodes zijn, meer dan 35 jaar, zoals blijkt uit de grafiek hieronder, waarin beleggers geen geld zouden verdienen aan wereldwijde obligaties, maar dat de beurs gedurende deze lange periodes in het verleden altijd goede rendementen heeft behaald.



Wereldwijde obligaties genereerden gedurende 35 jaar negatief/geen rendement

Figuur 6 – Bron: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2022 Elroy Dimson, Paul Marsh, en Mike Staunton, DMS Database 2022 en Morningstar.

Uitsluitend ter illustratie. Gedrag van beleggers in het verleden zegt niets over toekomstig gedrag.

Bij TreeTop en met de hulp van onze collega's van Aubrey Capital Management Ltd¹⁰ (hierna "Aubrey Capital") zullen wij blijven zoeken naar de beste kansen op beursgenoteerde aandelen, waar deze zich ook bevinden. Aangezien volatiliteit het ongelukkige neveneffect is van het goede rendement op lange termijn van wereldwijde aandelen, is het altijd goed om de verstandige woorden van Rudyard Kipling in gedachten te houden:

"Als je je hoofd koel kunt houden wanneer iedereen om je heen de pedalen kwijt is, als je kunt wachten en het wachten niet beu wordt, als je kunt nadenken en gedachten niet tot doel maakt, als je jezelf kunt vertrouwen wanneer iedereen aan je twijfelt, dan ligt de Aarde en alles wat erin zit aan je voeten."

We wensen u een gelukkig en hopelijk financieel gunstig 2023 en blijven beschikbaar voor eventuele vragen.

Onze overtuigingen

Onze strategie in 2022 presteerde, hoewel nog steeds lager voor het jaar, beter dan de meeste grote wereldindexen als gevolg van enkele goede beslissingen in 2021. Gelet op de aanzienlijke stijging van de waardering van groeiende bedrijven wereldwijd, beslisten we bij TreeTop om (1) een nieuw DBI-product¹¹ te lanceren dat uitsluitend gericht is op Amerikaanse beursgenoteerde waardebedrijven, (2) een deel van onze strategie opnieuw toe te wijzen aan de **DOGS van de DOW** en een groot gewicht te behouden voor enkele ondergewaardeerde bedrijven, zoals **FUFENG**, (3)

¹⁰ Aubrey Capital Management Ltd is een gespecialiseerde wereldwijde beheerder met een onderscheidende beleggingsaanpak in Edinburgh en Londen en die nauw samenwerkt met TreeTop Asset Management S.A.

¹¹ DBI voor "Definitief Belaste Inkomsten"

het gewicht van waardestrategieën in onze patrimoniale producten te verhogen. We zijn blij te kunnen zeggen dat dit in het algemeen de juiste beslissingen waren, hoewel achteraf gezien een aantal van onze veranderingen agressiever hadden kunnen zijn.

Wat onze strategie betreft, was onze grootste bijdrager aan het rendement **FUFENG**, een toonaangevend producent van aminozuren en voedingsadditieven uit China. We volgen het bedrijf al tien jaar en hebben geleidelijk een grote positie opgebouwd. Onze stelling is simpel, het bedrijf was, dankzij zijn investeringen in fabrieken en productietechnologie, met zijn Chinese concurrent Meihua de kostenleider geworden binnen zijn sector. Dankzij een lage kostenbasis consolideerde de onderneming de sector geleidelijk door te verkopen aan lagere prijzen dan die van haar rivalen en uit te breiden tot de productie van andere aminozuren. Onze belegging in **FUFENG** was al een paar jaar niet winstgevend omdat Fufeng's winst volatiel was en niet erg sterk groeide door constante prijzenoorlogen. Zoals voor de markt in het algemeen, is geduld bij een aandelenbelegging over het algemeen een deugd en een goede belegging is niet altijd rechtlijnig. Na enkele teleurstellende jaren bereikte de amino-industrie in China echter een keerpunt en zowel het management van **FUFENG** als het management van Meihua verhoogden de prijzen en verbeterden de winstgevendheid van hun bedrijven aanzienlijk. Dit leidde tot uitstekende aandelenprestaties in een zeer moeilijke markt. We blijven een grote positie behouden aangezien het aandeel nog steeds verhandeld wordt tegen een lage eencijferige koerswinst en een dividendrendement van om en bij de vijftien procent.

In de afgelopen twee maanden hebben we ook besloten om meerdere van onze middelgrote bedrijven in Azië af te stoten en deze te vervangen door **Dow Jones Global Titans**. De reden voor deze transactie is dat de algemene economische context en vooral de economische vooruitzichten in China nogal uitdagend zijn. Bovendien hebben onze klanten al een grote blootstelling aan grote Amerikaanse technologiebedrijven via onze wereldwijde index en aan groeiende bedrijven over de hele wereld via de verschillende beleggingsstrategieën van Aubrey Capital die zijn opgenomen in de strategieën van TreeTop-fondsen. Om meer diversificatie te bieden en hopelijk minder volatiliteit, maar goede rendementen te bieden, hebben we besloten om een deel van onze strategie toe te wijzen aan deze grote 'waarde' beursgenoteerde bedrijven. We selecteren de aandelen met het hoogste dividendrendement en de aandelen die minstens 30% van hun omzet buiten de Verenigde Staten genereren. Als gevolg hiervan is onze aandelenstrategie nu grotendeels blootgesteld aan grote marktkapitalisaties met een goed dividendrendement. De reden voor deze beslissing is dat het 'waarde'-deel (lagere waarderingratio's maar lagere groei) van belangrijke indexen zoals de S&P 500 op termijn hetzelfde rendement oplevert dan het 'groei'-gedeelte, maar dat het iets minder volatiel is en vooral goed presteert wanneer het 'groei'-deel van de index slecht presteert. Uit onderstaande tabel blijkt dat de twee componenten van de S&P500 sinds 1999 slechts 2% rendementsverschil hadden. Het enige grote verschil was dat het grootste deel van het rendement afkomstig was van de waardestijging van de groei-index en uit dividenden voor de 'waarde' index.



Figuur 7 - S&P500 'waarde' en 'groei' -indexen sinds 1999 (Bron: Bloomberg)

Als gevolg van deze veranderingen zijn onze grootste beleggingen in onze aandelenstrategie nu vooral Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven met een goed dividendrendement en lage waarderingratio's⁹. In onderstaande tabel vindt u de beschrijving van deze grote beleggingen en de dividend- en koerswinstverhouding.

Bedrijf		2022		Bedrijf Beschrijving
Ticker	Naam	K/W	Dividendrend.	
546 HK	FUFENG Group Ltd	3,3	11,3	FUFENG Group Limited produceert biochemische producten op basis van maïs aan de hand van fermentatietechnologie. De producten van het bedrijf omvatten glutaminezuur en xanthaangom.
CSCO ONS	Cisco-systemen Inc.	13,2	3,3	Cisco Systems, Inc biedt diensten op het gebied van informatietechnologie en netwerkdiensten. Het bedrijf biedt netwerkbeveiliging, softwareontwikkeling, datasamenwerking, cloud computing en andere aanverwante diensten aan. Cisco Systems bedient klanten in de Verenigde Staten.
VZ US	Verizon Communications Inc	7,3	6,9	Verizon Communications Inc. is een telecommunicatiebedrijf. Het bedrijf levert diensten op het gebied van draadlijnstemmen, datadiensten, draadloze en internetdiensten. Verizon Communications bedient klanten in de Verenigde Staten.
KO US	Coca-Cola Co/The	25,4	2,8	The Coca-Cola Company produceert, verkoopt en verdeelt frisdrankconcentraten en -siropen. Het bedrijf verdeelt en verkoopt ook fruitsappen en -dranken. Coca-Cola distribueert zijn producten aan retailers en groothandel wereldwijd.
JPM ONS	JPMorgan Chase & Co	11,7	3,0	JPMorgan Chase & Co. levert wereldwijde financiële diensten en retailbanking. Het bedrijf verleent diensten zoals investment banking, treasury- en effectendiensten, vermogensbeheer, private banking, kaartleden, commercial banking en home finance. JPMorgan Chase bedient ondernemers, instellingen en particulieren.
DOW US	Dow Inc	7,7	5,7	Dow Inc. produceert en verdeelt chemische producten. Het bedrijf maakt en verkoopt chemicaliën voor spuitgiettoepassingen, 3D-printen, leder, textiel, auto's, rubberen consumptiegoederen en de voedingsindustrie. Dow heeft klanten over de hele wereld.
IBM US	International Business Machines	15,5	4,8	International Business Machines Corporation (IBM) biedt computeroplossingen. Het bedrijf levert diensten rond applicaties, advies en ondersteuning inzake technologie, procesontwerp en -uitvoering, cloud, digitaal werken en netwerken, evenals oplossingen rond de veerkracht, strategie en organisatie van bedrijven. IBM heeft klanten over de hele wereld.
MMM US	3M Co	11,8	5,0	3M Company is actief in elektronica, telecommunicatie, industrie, consumptie- en kantoorartikelen, gezondheidszorg, veiligheid en andere markten. De verschillende bedrijven van de groep delen technologieën, productiefaciliteiten, marketingkanalen en andere voorzieningen. 3M heeft klanten over de hele wereld.
CVX US	Chevron Corp	8,9	3,3	Chevron Corporation is actief als een bedrijf voor hernieuwbare brandstoffen. Het bedrijf produceert en vervoert ruwe olie en aardgas, verfijnt, verkoopt en distribueert brandstoffen. IBM heeft klanten over de hele wereld.
WBA US	Walgreens Boots Alliance Inc	8,5	5,2	Walgreens Boots Alliance, Inc exploiteert drogisterijen. Het bedrijf biedt een breed scala aan geneesmiddelen op voorschrift en zonder voorschrift, evenals primaire en acute zorg, wellness, farmacie en ziektebeheer, en gezondheid en fitness. Walgreens Boots Alliance bedient klanten in de Verenigde Staten.

Bron: TreeTop Asset Management S.A.

Conclusie: 2022 was een turbulent jaar op de financiële markten en zal het economische en financiële klimaat in de wereld ingrijpend veranderen. Veranderende tijden vragen om aanpassingsvermogen en we zullen bij TreeTop hard blijven werken om ons aanbod aan deze veranderingen aan te passen. Hopelijk zullen veranderingen financieel lonend zijn. Aarzel niet om contact met ons op te nemen als u vragen heeft over onze strategie of de markt in het algemeen.

***Mijn zoon Felix schrijft al enkele jaren de nieuwsbrief met mij
en nu erkennen we laattijdig zijn werk als co-auteur.***

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 31 december 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.
