

The cover image shows two men, Jacques Berghmans and Félix Berghmans, in suits, standing in front of a background of dark, jagged rock formations. A green line graph is overlaid on the top right of the image, showing an upward trend. The text 'Brief van de Beheerders 2de Kwartaal 2023' is written in white on a dark green horizontal band at the bottom of the image.

Brief van de Beheerders 2de Kwartaal 2023

Jacques Berghmans en Félix Berghmans

Economische en beursconjunctuur

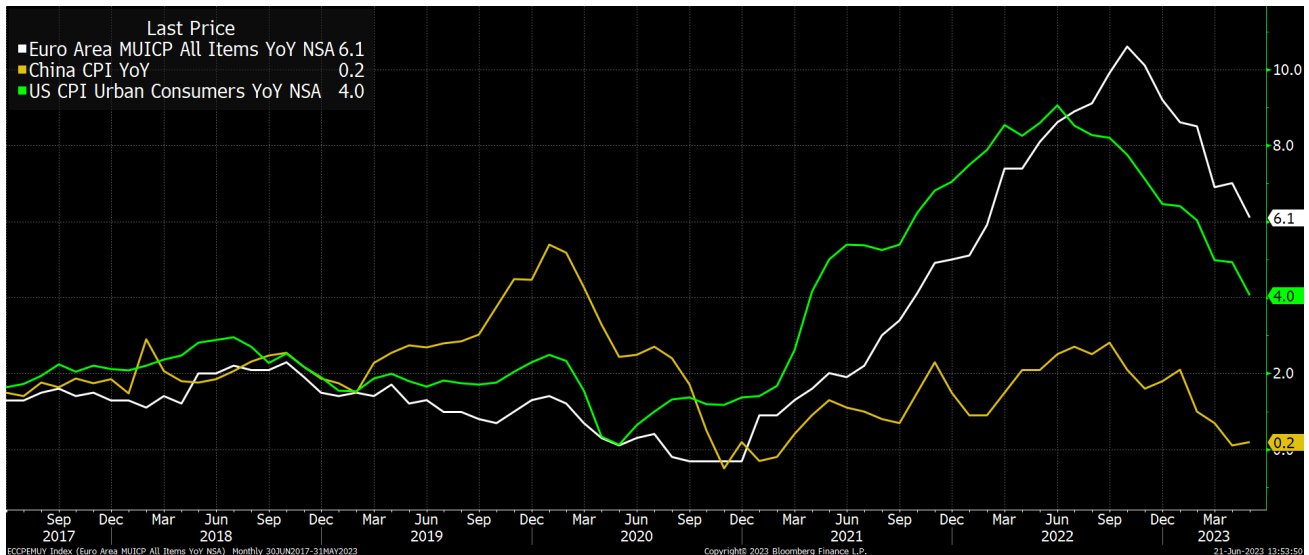
Bij het schrijven van deze nieuwsbrief, kunnen we met genoegen melden dat de wereldwijde aandelenmarkten, na een paar turbulente weken, zeer sterk zijn opgeveerd. Zo is de MSCI All Countries World sinds het begin van het jaar met meer dan 10% gestegen. Achter de over het algemeen goede prestaties gaan echter aanzienlijke discrepanties schuil, met de technologie-index NASDAQ op kop met een stijging van meer dan 30%, gevolgd door de Japanse index NIKKEI 225. De MSCI Europe presteerde ook behoorlijk met een stijging van bijna 8%¹, maar grote industriële aandelen presteerden zwakker. De Amerikaanse markt, als men de technologische zwaargewichten Google, Facebook, Microsoft en Apple eruit laat, bewoog nauwelijks dit jaar, met de Dow Jones Industrial die slechts met een paar procenten steeg.

Amerikaanse technologieaandelen veerden dit jaar over het algemeen sterk op, na een lange periode van underperformance in 2022, voornamelijk als gevolg van de implementatie van agressieve kostenbesparende maatregelen om de winst op peil te houden. Meer recent kreeg de sector een boost door de opkomst van de artificiële intelligentietool ChatGPT, die veel enthousiasme veroorzaakte bij het publiek en beleggers. Dit gaf een boost aan de vooruitzichten van Microsoft, dat investeert in ChatGPT, en van NVIDIA, een toonaangevend halfgeleiderbedrijf en een nieuw lid van de club van marktkapitalisaties met van meer dan een biljoen dollar. In Europa was de prestatie vooral te danken aan de wegebbende recessievrees, een bloeiende luxesector en een hausse van halfgeleideraandelen. De Japanse markt werd op sleptouw genomen door hervormingen gericht op een beter rendement voor aandeelhouders en door een zwakke yen, wat gunstig was voor de talrijke Japanse exportbedrijven.

Ander positief nieuws is de algemene vertraging van de inflatie in de Verenigde Staten en Europa, die na een piek van 10% in de VS en 8% in de eurozone nu op het meer beheersbare niveau van respectievelijk 4% en 6% ligt. Deze daling van de inflatie was vooral te danken aan lagere energiekosten, waarbij de olie- & gasprijzen veel dichterbij hun niveaus van vóór de pandemie lagen dan hun recente pieken. Zoals we het in eerdere nieuwsbrieven hebben toegelicht, beschikken de Verenigde Staten over goedkope energievoorraden en zullen de energieprijzen daar waarschijnlijk langere tijd laag blijven. De situatie in Europa is ingewikkelder, omdat het erg afhankelijk is van import en Russisch gas nog steeds een belangrijke energiebron is voor de eurozone. Toch blijven de Europese regeringen actief alternatieve energievoorraden opbouwen, zoals grote terminals voor vloeibaar aardgas, windmolens en zonneparken. In Azië is de inflatie de afgelopen twee jaar nooit echt een probleem geweest en recente gegevens uit China geven aan dat er eerder een deflatie- dan een inflatierisico is. In tegenstelling tot haar westerse tegenhangers heeft de Chinese economie moeite om te herstellen van de COVID-lockdowns met een hoge jeugdwerkloosheid en een laag ondernemersvertrouwen. De problemen liggen bij de zeer strikte uitvoering van de COVID-regels en de beperkte financiële hulp aan huishoudens en bedrijven, waardoor kleine bedrijven zoals restaurants en hotels onder enorme druk zijn komen te staan. De economische problemen worden ook verergerd door een vastgoedcrisis, die

¹ Op 22 juni 2023

wellicht niet meteen zal worden opgelost. Een positief effect van dit trage herstel is dat de overcapaciteit in de Chinese economie de inflatie afremt en de internationale vraag naar energieproducten zoals olie verlaagt.



Figuur 1 - Inflatie in de VS (groen), China (geel) en Europa (wit) - Bron: Bloomberg

Ondanks lagere algemene inflatiecijfers blijven Amerikaanse en Europese centrale banken zich zorgen maken over de inflatie, waarbij zowel de ECB als de FED verdere renteverhogingen voorzien. De redenering van centrale bankiers is dat de kerninflatie (exclusief energieprijzen) nog steeds minstens twee keer zo hoog is als hun langetermijndoelen van 2%. Zowel de Amerikaanse als de Europese economieën zien hun lonen nu ongewoon snel stijgen en hebben een zeer krappe banenmarkt, vooral in de Verenigde Staten. Bij TreeTop denken we niet dat wij, noch iemand anders, bekwaam zijn om de inflatieniveaus op lange termijn te voorspellen. We merken echter op dat de inflatie vóór de COVID-crisis ongewoon laag was vergeleken met de historische langetermijntrend. We zien ook dat lager betaalde banen in de dienstensector, zoals vrachtwagenchauffeur of serveerster, moeite hebben om sollicitanten te vinden. Grote winstgevendende bedrijven zoals Amazon bieden nu betere lonen voor banen zonder kwalificaties dan voor gediplomeerde verpleegkundigen in sommige landen, wat waarschijnlijk een verdere opwaartse druk op de lonen zal creëren. Tot slot kan een afnemende beroepsbevolking als gevolg van de vergrijzing de komende decennia resulteren in krappe arbeidsmarkten in de VS en Europa, vooral als mensen tegen immigratie blijven stemmen.

Voor beleggers veroorzaken hogere inflatie en rentevoeten een aantal dilemma's. Een van de belangrijkste risico's is om spaargeld voor lange periodes vast te klikken tegen rentevergoedingen die onder de inflatie liggen. We blijven zeer voorzichtig met beleggingen in vastrentende waarden, vooral in instrumenten met looptijden van meer dan 2 tot 3 jaar. De meeste staatsobligaties en bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit blijven minder opbrengen dan het huidige inflatiepercentage. In een normale economische en financiële situatie hebben langlopende vastrentende instrumenten over het algemeen een hoger rendement dan instrumenten met een kortere looptijd. In de huidige markten hebben Amerikaanse en Europese staatsobligaties met een looptijd van 2 jaar echter een hoger rendement dan instrumenten met een looptijd van 10 jaar. De markt gelooft dat de inflatie en de rente de komende vijf jaar aanzienlijk zullen dalen. Wij denken dat dit geen risico waard is, omdat het rendement bescheiden zal zijn als alles goed gaat, maar rampzalig kan zijn als het misloopt.

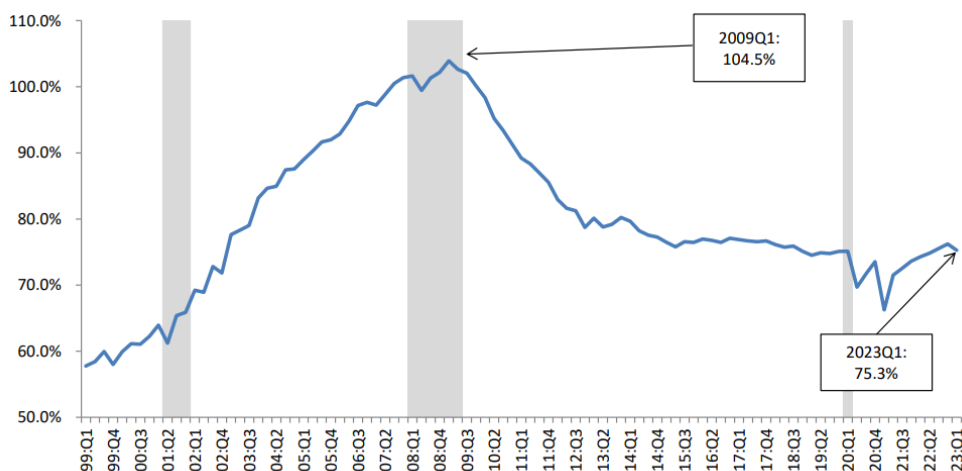
Een hogere rente heeft niet alleen invloed op vastrentende beleggingen, maar ook op andere beleggingen en de reële economie. Bedrijven met een hoge schuldenlast en sommige "private equity"-deals hebben het al moeilijk². We hebben nog geen golf van faillissementen gezien van bedrijven met een hoge schuldenlast, maar de financiële omstandigheden zijn zeker veel moeilijker dan vijf jaar geleden. De vastgoedsector staat ook onder druk omdat deze sterk afhankelijk is van schuldfinanciering en de afgelopen jaren veel duurder is geworden naarmate de huurrendementen daalden. De meest blootgestelde markten zijn de markten die afhankelijk zijn van hypotheek met een variabele rente, zoals Zweden en het Verenigd Koninkrijk, die een acute crisis doormaken. Zweeds residentieel

²<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-20/private-equity-firms-exposed-by-unhedged-risk-interest-rates-surge?fromMostRead=true>

vastgoed is al 15% gedaald ten opzichte van de piek en het ziet ernaar uit dat het einde nog niet in zicht is³. In het Verenigd Koninkrijk haalt de 'hypotheektijdbom' elke dag de krantenkoppen, omdat er miljoenen leners zijn die de komende jaren moeten herfinancieren en te maken krijgen met een sterke stijging van de aflossingen. Degene die het zwaarst in de problemen zitten, zijn de vastgoedontwikkelaars die geconfronteerd worden met de perfecte storm van lagere verkoopprijzen en stijgende financierings- en bouwkosten. Gelukkig zijn de hypotheekrentes niet variabel voor de meeste Amerikaanse en Europese huiseigenaren, zodat de kans op een acute cashflowcrisis beperkt is.

Hypothecaire kredieten met vaste rentevoet, een relatief gezonde balans en een bloeiende banenmarkt beperken ook de druk op de Amerikaanse consument, met 17.400 miljard dollar een van de grootste aanjagers van de wereldeconomie, bijna gelijk aan de hele Chinese economie. De lonen lijken nu sneller te stijgen dan de inflatie⁴, vooral voor de armste Amerikanen zonder universitair diploma. Deze belangrijke ontwikkeling zou een belangrijke steunfactor moeten blijven voor de wereldwijde economische groei.

Household Debt and Credit

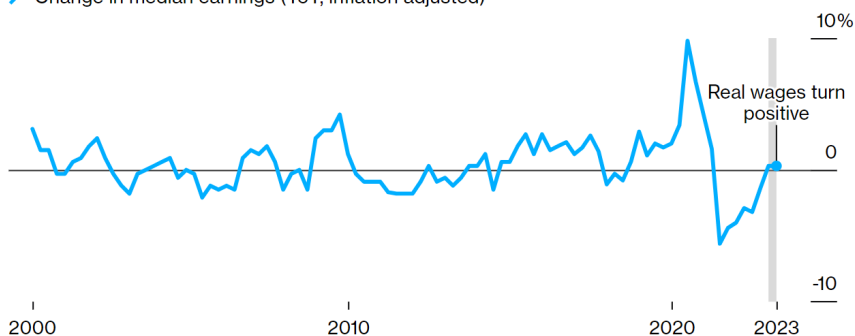


Afbeelding 2 – Huishoudelijke schulden en kredieten (Source: RBC Equity Research over Amerikaanse banken, juni 2023)

US Wages Exceed Inflation

Wage gains have lagged inflation over the past two years but that is changing

Change in median earnings (YoY, inflation adjusted)



Afbeelding 3 - Bron Bloomberg

Een laatste groot risico van hogere rentevoeten, zoals we het gemerkt hebben bij de Amerikaanse bankfaillissementen in het begin van het jaar, is de mogelijke impact op het financiële systeem. In een recent onderzoek over de financiële stabiliteit⁵ hebben de Europese centrale banken de situatie als volgt samengevat:

³ <https://corporate.nordea.com/article/81585/swedish-housing-market-false-dawn>

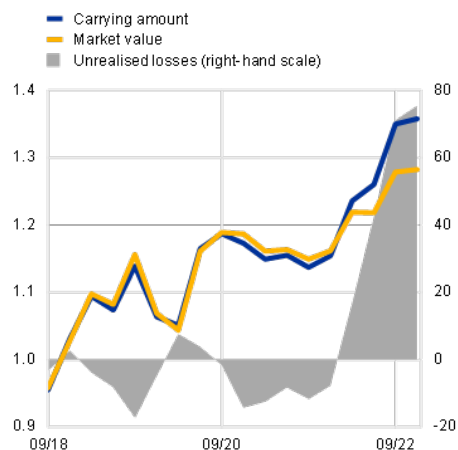
⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-18/us-paychecks-are-outpacing-inflation-giving-fed-fodder-for-hike>

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.html>

"De recente faillissementen van een aantal regionale banken in de VS en de overname van een Zwitserse bank hebben ertoe geleid dat de blootstelling van banken aan langlopende vastrentende effecten, de stabiliteit van grootzakelijke ongedekte depositofinanciering en latente uitdagingen op het gebied van bedrijfsmodellen onder de loep worden genomen."

a) Euro area banks' unrealised losses on bonds held at amortised cost

(Q3 2018-Q4 2022; left-hand scale: € trillions, right-hand scale: € billions)



Afbeelding 4 - Bron ECB & berekeningen, mei 2023

Met andere woorden, het grootste risico voor Europese banken, vooral voor de banken met grote hypotheek/obligatieportefeuilles met vaste rentetarieven, is dat hun financieringsrente (deposito's...) sneller stijgt dan de rente die ze berekenen op hun activa (leningen die ze verstrekken zoals hypothecaire leningen of bedrijfsleningen). Het recente debat in België over de lage rente op deposito's toont de spanning tussen spaarders, die zich opgelicht voelen door de lage rente, en de Belgische centrale bank, die bezorgd is over de stabiliteit van het Belgische financiële systeem⁶. Op de grafiek links zien we het steeds grotere bedrag aan ongerealiseerde obligatieverliezen in het banksysteem van de eurozone. Er zijn twee kanttekeningen bij dit probleem. Ten eerste, zoals de titel aangeeft, zijn de verliezen ongerealiseerd, wat betekent dat de koersen kunnen herstellen en waarschijnlijk niet realiteit zullen worden als de obligaties tot eindvervaldag worden aangehouden. Ten tweede lijkt het totale bedrag van 75 miljard euro groot, maar dit moet worden vergeleken met de Europese economie van 16.000 miljard euro. De toezichthouders zullen zeker goed in de gaten houden hoe deze cijfers evolueren en hoe het staat met de liquiditeit van het financiële systeem, maar het zou ons niet verbazen als deze situatie de komende maanden nog een paar financiële schokken zou veroorzaken.

Tot slot kunnen we stellen dat een snelle stijging van de rente, vooral na de lange periode van bijna-nulrente sinds 2009, waarschijnlijk onbedoelde gevolgen zal hebben. Sommige Europese banken kunnen in de problemen komen, met vastgoed en "private equity" die niet meer de vaste waarden zijn die ze geweest zijn. Zwakke bedrijven met hoge schulden en zelfs soevereine staten kunnen in een crisis terechtkomen. In deze onzekere omgeving blijft een sterk gediversifieerde wereldwijde aandelenportefeuille volgens ons een interessante belegging. De waarderingsmultiples, in tegenstelling tot alternatieven in vastrentende waarden en vastgoed, blijven in lijn met hun langetermijngemiddelden en de winsten hebben de neiging om op zijn minst in lijn met de inflatie te groeien op de lange termijn. Er zijn zeker gevallen van overwaardering en we raden altijd af om achter het nieuwste thema te hollen, maar een wereldwijd gediversifieerde aandelenportefeuille zou het fundament van het vermogen moeten blijven.

⁶ <https://trends.levif.be/a-la-une/banque/taux-du-livret-il-ne-faudrait-pas-que-les-belges-deviennent-infideles-a-leur-banque/>

Onze overtuigingen

Onze beleggingsstijl neigt naar 'waarde'-beleggingen of aandelen met lagere waarderingmultiples. Deze beleggingsstrategie was gunstig voor onze prestaties in 2022 ten opzichte van de gehele markt, maar is in 2023 niet zo sterk hersteld. Veel van de best presterende aandelen dit jaar zijn Amerikaanse technologiebedrijven die noteren met een premie ten opzichte van de algemene markt. **NVIDIA** en **TESLA**, twee zeer grote bijdragers aan de indexprestaties dit jaar vanwege hun enorme marktkapitalisatie (USD1.043 miljard & USD799 miljard) noteren tegen respectievelijk 55x en 53x K/W 2024 en zijn sinds januari met meer dan 100% gestegen. Andere namen zoals **Microsoft** en **Amazon** noteren ook tegen zeer pittige multiples na sterke prestaties dit jaar. We willen deze bedrijven niet afwijzen omdat het uitzonderlijke bedrijven zijn, geleid door uitstekend management/ondernemers, maar we willen niet dat onze klanten en wijzelf te veel blootgesteld worden aan deze namen. Aangezien we een kernbelegging in een wereldwijd indexfonds aanbevelen, waar beleggers een grote blootstelling hebben aan deze Amerikaanse grote technologiebedrijven, proberen we ook de blootstelling te diversifiëren ten nadele van deze dure aandelen.

Onze best presterende onderneming van vorig jaar, **FUFENG**, een toonaangevend Chinees aminozuurbedrijf, had het moeilijker in 2023. Ons belangrijkste beleggingsargument is dat het bedrijf, na jaren van consolidatie van zijn markt dankzij slimme investeringen en een kostenstructuur die tot de beste in zijn klasse behoort, eindelijk prijszettingsvermogen heeft verworven. Dat argument heeft vorig jaar goed uitgedaan, en het bedrijf leverde uitstekende winsten en het aandeel presteerde geweldig. Tot nu toe heeft het aandeel dit jaar niet goed gepresteerd, maar niet slechter dan de Chinese aandelenmarkt in het algemeen. Wij denken dat de meeste beleggers in het aandeel een kortetermijnvisie hebben en na een schitterend 2022 op zoek zijn naar een snelle manier om hun winsten te materialiseren. Hoewel we niet denken dat **FUFENG** de winstverwachtingen significant zal overtreffen, wordt het aandeel verhandeld op extreem lage multiples (2,5x verwachte K/W) met een zeer goed dividendrendement van 15%. Wij denken dat het bedrijf zijn hoge marges langer kan handhaven gezien zijn 'duurzaam concurrentieel voordeel' en dat het aandeel als gevolg daarvan geleidelijk zal herwaarderen.

Andere belangrijke beleggingen betreffen de "**Dogs of the Dow**" of hoogrentende Amerikaanse aandelen, waar de prestaties gemengd waren omdat sommige sectoren goed presteerden terwijl anderen meer teleurstelden. De belangrijkste reden achter deze meer gematigde prestaties is dat de winstverwachtingen in de VS, na een zeer sterk herstel na de pandemie, de afgelopen maanden licht onder druk zijn komen te staan. Een aantal grote bedrijven zag hun winsten in 2021 en 2022 enorm opveren, omdat de wereldeconomie na de pandemie weer openging en de meeste huishoudens hun tijdens die periode opgepotte spaargeld wilden consumeren. De meeste bedrijven hadden ook een sterk prijszettingsvermogen, waardoor ze hun prijzen konden optrekken tot boven de kosteninflatie. Over het geheel genomen, zoals we in de grafiek hieronder kunnen zien, zag de Dow Jones zijn marges aanzienlijk toenemen in 2021 (gele lijn) en een piek bereiken aan het begin van 2022. Dit leidde tot een uitstekende indexprestatie (in het wit).



Afbeelding 5 - Dow Jones winstmarge (in geel) en prijs (wit), bron: Bloomberg

De positieve situatie begon in 2022 te verslechteren toen de oorlog tussen Rusland en Oekraïne leidde tot een enorme energie-inflatie en een algemene stijging van de rentevoeten. We zien echter met genoeg dat de marges blijkbaar gestabiliseerd zijn, wat een goed voorteken zou moeten zijn voor toekomstige winstgroei en rendement⁷.

Zoals altijd zijn we beschikbaar voor al uw vragen over uw beleggingen en wensen we u een fijne zomer.

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 2023

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.

⁷ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.