



Brief van de beheerder 4e kwartaal 2019

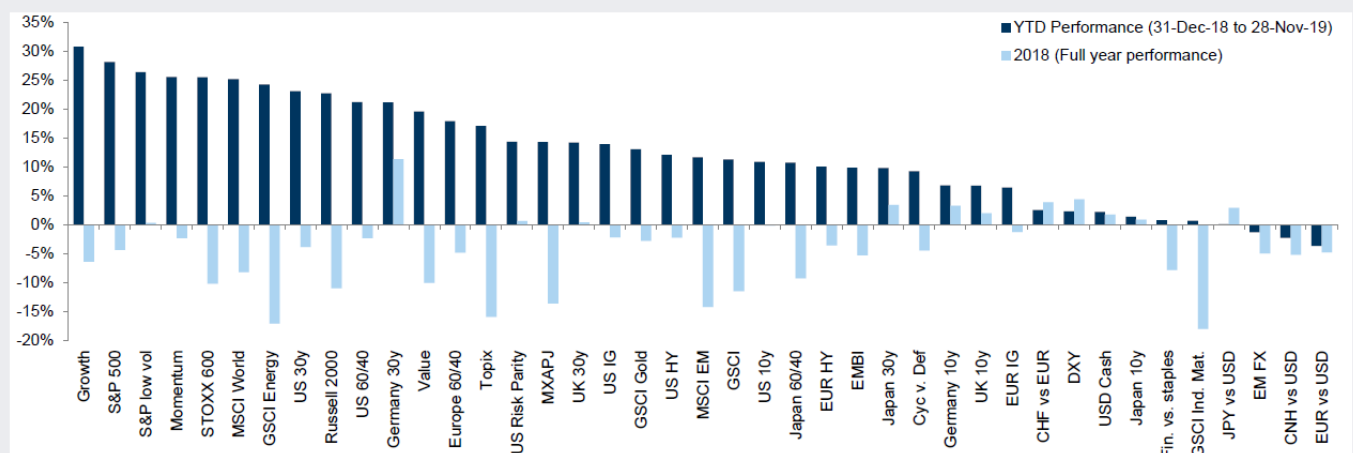


Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

2019 was wereldwijd een topjaar voor de financiële markten. De meeste activaklassen zijn gestegen. Sommige, zoals Amerikaanse aandelen, veerden zelfs bijzonder fors op. Europese beleggers met Amerikaanse aandelen in hun portefeuille haalden nog wat extra rendement dankzij de zwakke prestaties van de euro tegenover de Amerikaanse dollar. Zelfs langlopende staatsobligaties, die naar onze mening langetermijnbeleggers uiteindelijk heel wat zullen kosten, hebben in 2019 een positief rendement opgeleverd. De typische 'evenwichtige' belegger in België, die een niet-afgedekte portefeuille van aandelen van grote kapitalisaties, staatsobligaties en bedrijfsobligaties heeft, kan terugblikken op een uitstekend jaar.

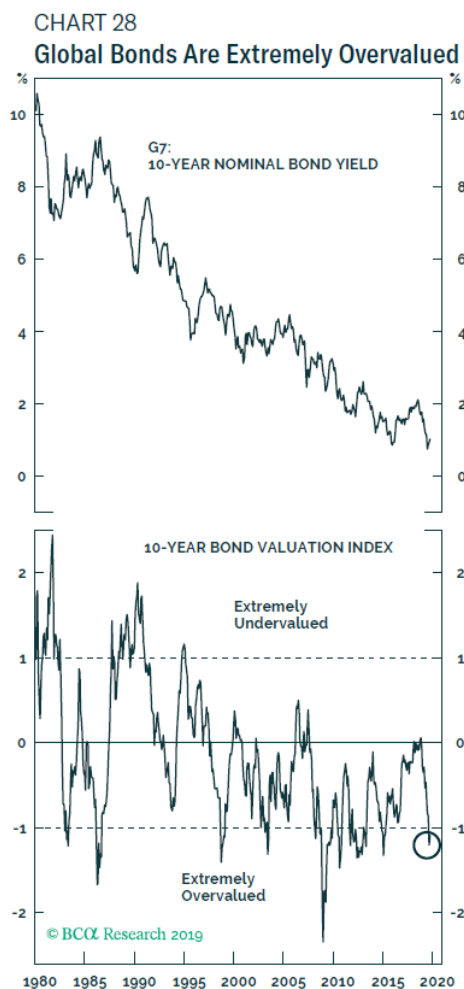
Exhibit 2: Returns across assets have been strong in 2019 after a very difficult 2018



Source: Datastream, iBoxx, Goldman Sachs Global Investment Research

Om in 2020 en in de komende jaren ook nog positieve rendementen te halen, zal de belegger volgens ons een zorgvuldige selectie van de activaklassen moeten maken. Een van onze basisregels is dat elke belegging risico

inhoudt. Een ‘veilige’ activaklasse bestaat gewoon niet. Helaas verwarren veel beleggers risico met volatiliteit op korte termijn. Daarom kijken ze vaak naar de prestaties van de laatste vijf of tien jaar, om in te schatten hoe volatiel hun beleggingen de komende tijd zullen zijn. Door die benadering kopen beleggers soms bijzonder risicovolle beleggingen die in het verleden bij een lage volatiliteit stevige rendementen opleverden, maar nu zo overgewaardeerd zijn dat er sprake is van een zeepbel.

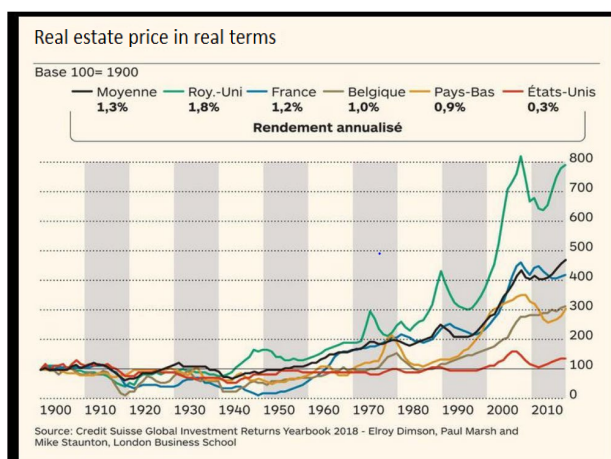
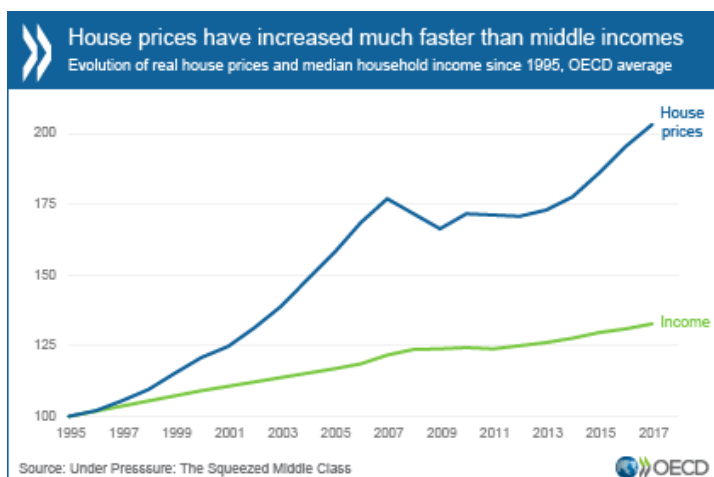


Het is volgens ons beter om eerst te bekijken wat voor rendement een activaklasse kan genereren en vervolgens het risicoprofiel te analyseren. Particuliere beleggers hebben drie grote beleggingscategorieën ter beschikking, namelijk **vastgoed, vastrentende instrumenten en aandelen**. Per definitie bieden vastrentende instrumenten (obligaties, leningen, geldmarktinstrumenten enz.) beleggers een vast rendement, dat absoluut is of gekoppeld is aan een variabele benchmark, zoals de LIBOR. In de afgelopen dertig jaar, en vooral sinds de crisis van 2009, is het rendement op vastrentende instrumenten gestaag gedaald. De meeste schuldinstrumenten van behoorlijke kwaliteit bieden nu een rente die negatief of gelijk aan nul is, of amper boven nul ligt. Sommigen zullen tegenwerpen dat obligatiebeleggingen in de laatste jaren stevige rendementen hebben opgeleverd. Dat is ook zo, maar die waren vooral te danken aan koersstijgingen, niet aan de rentevoeten. Gezien de algemene rentedaling betaalden beleggers alsmaar meer voor schuldinstrumenten met een langere looptijd of een hogere rente. Nu bieden de meeste vastrentende instrumenten geen rente meer en zijn we ervan overtuigd dat de jarenlange stijging van de koersen ten einde is. Daardoor bedraagt het rendementspotentieel voor de activaklasse nagenoeg 0%. We blijven erbij dat de meeste vastrentende instrumenten moeten worden gemeden en dat de traditionele portefeuille met 60% aandelen en 40% obligaties die financiële instellingen in de laatste dertig jaar hebben aangeprezen, niet langer een geschikte oplossing is.

“Langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen, universiteitsfondsen en particuliere spaarders, begaan een verschrikkelijke fout wanneer ze hun beleggingsrisico meten aan de hand van de verhouding tussen aandelen en obligaties in hun portefeuille.” WARREN BUFFETT

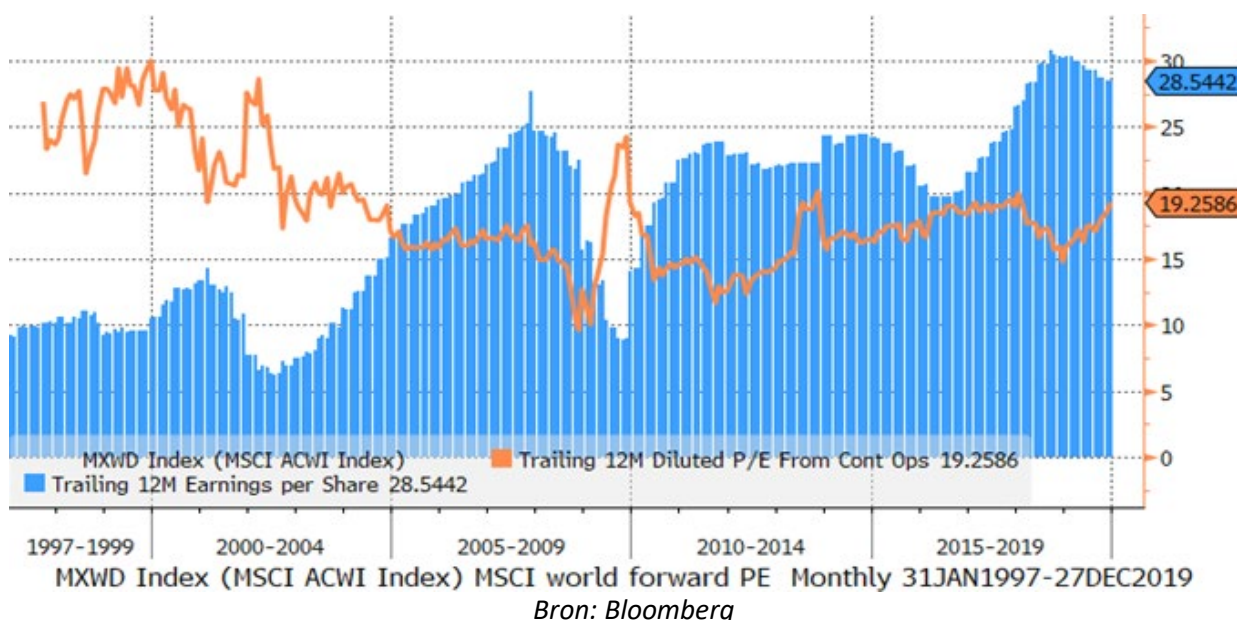
We zijn geen vastgoedexperts, en het is ook niet de bedoeling om in deze nieuwsbrief diep op het thema in te gaan. Toch moeten we erop wijzen dat de meeste Belgische gezinnen een te groot deel van hun vermogen in Belgisch vastgoed aanhouden. Bovendien is vastgoed een activaklasse met een bijzonder lage liquiditeit en aanzienlijke transactiekosten en is er een totaal gebrek aan diversificatie wanneer beleggers gebouwen kopen in plaats van in vastgoedfondsen te beleggen. Net als bij vastrentende instrumenten komt het rendement van prijsstijgingen en huuropbrengsten. In Europa, en vooral in België, zijn de vastgoedprijzen de voorbije jaren fors gestegen (veel sterker dan het inkomen van de gezinnen), omdat leningen goedkoper werden.

Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019 Jacques Berghmans



De hypotheekrente heeft nu echter wellicht zowat de bodem bereikt, waardoor de kans op nieuwe sterke prijsstijgingen erg klein is geworden en het rendement vooral zal afhangen van wat er van de huurinkomsten overblijft na aftrek van de kosten. Hoewel de huurinkomsten doorgaans de inflatie volgen en dus kapitaalbescherming bieden, raden we toch aan om voorzichtig te zijn en mogen we niet vergeten dat de vastgoedprijzen waarschijnlijk niet meer zo sterk zullen stijgen als in de voorbije jaren.

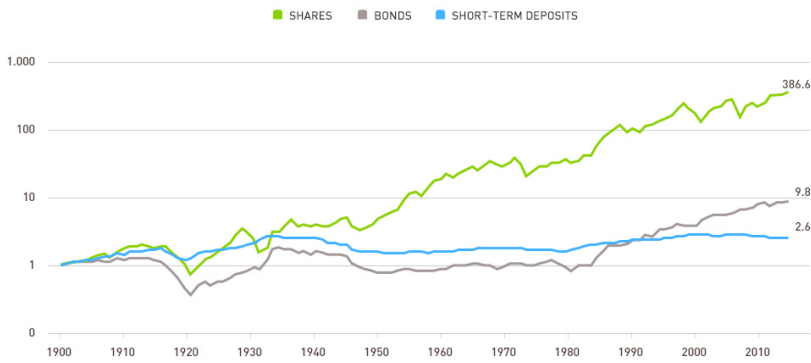
Laat ons nu ook even kijken naar **aandelen**, en meer bepaald de **wereldwijde aandelenmarkt**, die volgens ons bijzonder aantrekkelijk blijft voor langetermijnbeleggers. Ten eerste stellen we vast dat de waardering van de wereldwijde aandelenmarkt (K/W op basis van de laatste twaalf maanden) in lijn is met de historische waardering (oranje lijn op onderstaande grafiek), die gewoonlijk tussen 12x en 30x schommelt.



Ten tweede groeit de winst per aandeel van bedrijven doorgaans gestaag over lange perioden onder impuls van de economische groei, de inflatie en de inkoop van eigen aandelen. In zijn analyse van de koersevolutie van aandelen over een lange periode stelde Paul Marsh vast dat aandelen over een termijn van 120 jaar jaarlijks een nominaal rendement van 8,2% en een reëel rendement (na aftrek van de inflatie) van ruim 5% hebben gegenereerd. Dat is veel beter dan eender welke andere activaklasse ter wereld.

Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019 Jacques Berghmans

Real performance of different asset types (after inflation) - 1900-2017⁽¹⁾



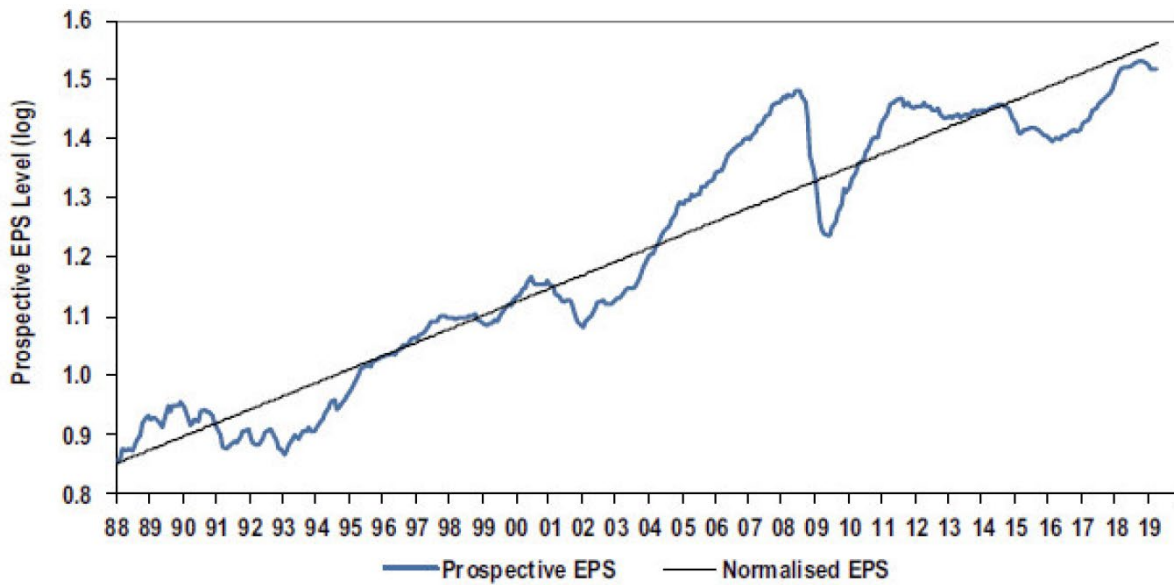
© 2018 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton

⁽¹⁾ Source: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018, Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, 2002.

* Past performance is no guarantee of future performance.

Annualized performance (before inflation)	
Equity	8.2%
Bonds	4.9%
Cash deposits	3.7%

Annualized performance (after inflation)	
Equity	5.2%
Bonds	2.0%
Cash deposits	0.8%

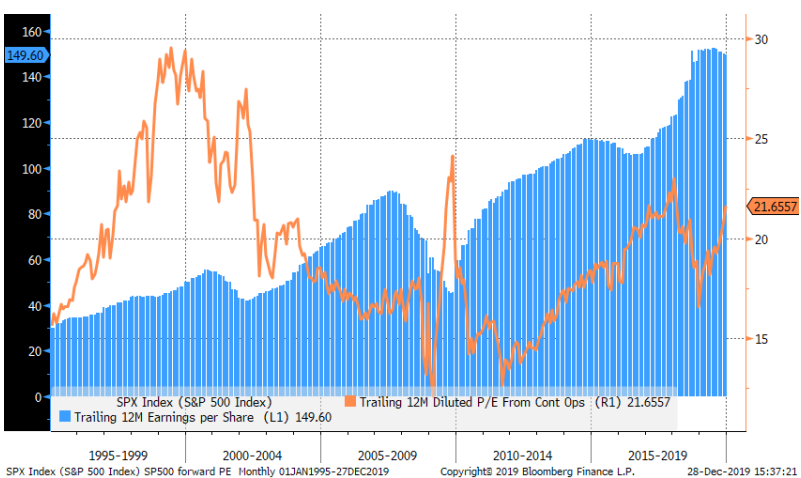
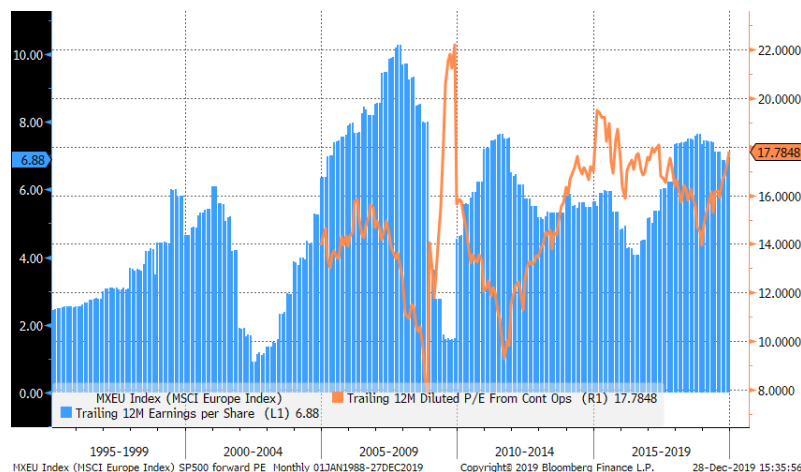


Source: BofA Merrill Lynch Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Données à titre illustratif uniquement. Les comportements de marché passés ne préjugent en aucune manière de leurs comportements futurs.

Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019

Jacques Berghmans



De reden waarom we aanraden om te beleggen in de **wereldwijde aandelenmarkt** en niet in de regionale markten is dat sommige regio's in de wereld door lange periodes van underperformance kunnen gaan. Japan is daar een goed voorbeeld van. Zo bereikte de TOPIX-index zijn hoogste peil ooit in 1988 en is hij daar sindsdien niet meer in de buurt van gekomen. De wereldwijde markt gaat er over een lange periode gewoonlijk gestaag op vooruit, maar die stijging is vaak grotendeels te danken aan slechts enkele regio's en bedrijven. Het grootste contrast is de forse voorsprong van de Amerikaanse markt op de Europese markten sinds de financiële crisis van 2009. Zoals we links op de grafieken kunnen zien, is de S&P 500 eigenlijk niet veel duurder dan de MSCI Europe (22x de winst van de laatste twaalf maanden, tegenover 18x voor de Europese markt), terwijl de winst per aandeel in de VS ruim 50% hoger ligt dan in 2009, maar ruim 30% lager in Europa! Hoewel de crisis begonnen is in de Verenigde Staten, heeft het land de bittere pil veel sneller doorgeslikt. Het financiële stelsel werd hervormd en de recessie was uiteindelijk van veel kortere duur. In Europa legde de crisis daarentegen enkele oude structurele problemen bloot, zoals de overdreven schuldenlast van de Zuid-Europese landen en het lage concurrentievermogen. Het continent zal uiteindelijk wellicht een oplossing vinden, maar voor beleggers in Europese aandelen kunnen we nu al spreken van een verloren decennium.

Bron: Bloomberg

Het is onze wens voor de komende jaren dat beleggers markttiming afzweren en niet langer proberen om de marktschommelingen op korte termijn te voorspellen, want in de meeste gevallen leiden die tot verlies. In de recente studie 'Mind the Gap' vergeleek Morningstar het gemiddelde rendement van beleggers met dat van de activaklasse waarin ze beleggen. Het goede nieuws is dat het verschil door de jaren heen is gedaald. Het slechte nieuws is dat Europa tot de slechtste leerlingen van de klas behoort en, wat nog erger is, dat het verschil tijdens crisissen zoals die van 2009 doorgaans fors toeneemt. De studie bevestigt eigenlijk wat we zelf al hebben waargenomen: beleggers panikeren vaak wanneer ze hun verliezen zien oplopen en missen daardoor het grootste deel van het herstel. In de studie wordt ook opgemerkt dat het verschil onbestaande is in landen zoals het VK en Australië, waar de meeste beleggers werken met automatische maandelijkse beleggingsplannen en dus sowieso elke maand beleggen, ongeacht de marktschommelingen en het nieuws.

Kortom: probeer niet aan markttiming te doen, sla niet in paniek in moeilijke tijden, beleg niet boven uw capaciteit (het is doorgaans goed om voldoende spaargeld op uw rekening te hebben om uw kosten gedurende meerdere jaren te kunnen dekken) en vermijd vastrentende instrumenten die geen rente bieden. Voor meer informatie over de risico's van aandelen verwijzen we naar ons artikel "Acht gouden regels om te beleggen op de beurs"¹ en

¹ <https://www.treetoponline.be/nl/blog/article/acht-gouden-regels-om-te-beleggen-op-de-beurs>

“Beleggen op de beurs: vijf manieren om de risico’s te beperken”². Het TreeTop-team wenst u het allerbeste voor 2020 en de komende jaren en staat altijd paraat om uw eventuele vragen te beantwoorden.

2. Onze overtuigingen

Na een voor onze strategie moeilijk 2018 kwam dit jaar als een opluchting, al was 2019 waarschijnlijk toch niet zo goed als we hadden gehoopt. Het goede nieuws is dat een aantal van de posities die we al lang in portefeuille hadden het uitstekend deden. Onze sterkste stijger was **IWG** (toonaangevende wereldwijde specialist in flexwerkplekken met merken zoals SPACES & REGUS), **VIPSHOP HOLDING** (grote onlinediscounter in China), **ASHTEAD** (een van de grootste machineverhuurders van de Verenigde Staten) en **NORWEGIAN FINANS** (grootste aanbieder van consumentenkredieten in Scandinavië die uitsluitend online werkt). Eén aandeel, meer bepaald **INDIABULLS HOUSING FINANCE** (hypotheekverstrekker in India), heeft ons rendement echter fors gedrukt door een onverwachte vastgoedcrisis in India, die de hele sector en uiteindelijk ook de hele Indiase economie omlaagtrok.

In onze vorige nieuwsbrief legden we uit waarom de Indiase economie en aandelenmarkt volgens ons bijzonder interessant blijven voor langetermijnbeleggers en waarom we nog altijd overtuigd zijn van het potentieel van **INDIABULLS HOUSING FINANCE**³ op lange termijn. In de laatste drie maanden hebben de meeste obligaties van het bedrijf zich gestabiliseerd en hersteld en het aandeel is sinds het dieptepunt van oktober met 73% opgeveerd. Dat lijkt veel, maar het aandeel noteert nog altijd ruim onder zijn hoogtepunt. We kunnen een aantal lessen trekken uit de gebeurtenissen van de laatste achttien maanden. Ten eerste kunnen slechte praktijken in een sector alle spelers in hun val meesleuren, zelfs de best beheerde bedrijven. Hoewel **INDIABULLS HOUSING FINANCE** goed geleid wordt, leed het net als Goldman Sachs in 2009 onder de grote onrust op de financiële markten. Ten tweede kunnen structurele hervormingen die goed zijn op lange termijn op korte termijn een schadelijk domino-effect in gang zetten. De crisis was deels het gevolg van de bereidheid van de Indiase regering om vastgoedontwikkelaars beter te reguleren. Hoewel de nieuwe wetgeving uiteindelijk wellicht een goede zaak zal zijn voor de sector, deed het faillissement van een aantal zwakke spelers de markt voor wholesale-financiering in India opdrogen, waardoor vrijwel alle ontwikkelaars onderuitgingen en enkel de allerbeste bedrijven overleefden. Het grote verschil tussen deze en andere crisissen, zoals de Amerikaanse vastgoedzeepbel in 2009 en de Griekse schuldragedie, is dat het er op lange termijn erg goed uitziet voor de vraag. In tegenstelling tot Amerikaanse gezinnen in 2009 hebben Indiase gezinnen momenteel erg weinig schulden en is er een grote behoefte aan betere huisvesting. En in tegenstelling tot Griekenland in 2012 heeft India nu een beperkte schuld en veel meer ruimte voor macro-economische en fiscale stimuleringsmaatregelen. Gezien de positieve vooruitzichten voor vastgoedfinanciering in India op lange termijn en de voorzichtigheid van het management van **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, zijn we in deze bijzonder moeilijke periode toch in het aandeel belegd gebleven. Zoals we gezien hebben bij aandelen zoals **VIPSHOP HOLDING** en **IWG**, kan de trend van aandelen snel omslaan als een bedrijf fundamenteel gezond blijft en het langetermijnpotentieel niet is aangetast.

Zowel **IWG** als **VIPSHOP HOLDING** hebben zich in 2019 fors hersteld. **IWG** heeft zijn jarenoude voornemen om een aantal activiteiten in franchise te geven, uitgevoerd. Het bedrijf verkocht de franchiserechten voor zijn activiteiten in Japan tegen veel hogere waarderingratio's dan de markt had verwacht. **VIPSHOP HOLDING** heeft zich meer toegespitst op de kern van zijn discountactiviteit (kleding en cosmetica) en heeft de laatste fase in de leveringsketen (overhandiging aan de eindklant) uitbesteed om zijn marges te verbeteren. Tencent, het grootste internetbedrijf van China en al jarenlang een partner van **VIPSHOP HOLDING**, heeft bovendien onlangs zijn participatie in het bedrijf vergroot, wat aangeeft dat de internetreus op lange termijn een groot vertrouwen heeft in het bedrijf. Beide aandelen illustreren duidelijk hoe succesvolle bedrijven toch tijdelijk in de problemen kunnen komen, waardoor hun aandelen het minder goed doen voordat ze weer sterk opveren wanneer de problemen opgelost raken.

² <https://www.treetoponline.be/nl/blog/article/beleggen-op-de-beurs-vijf-manieren-om-de-risicos-te-beperken>

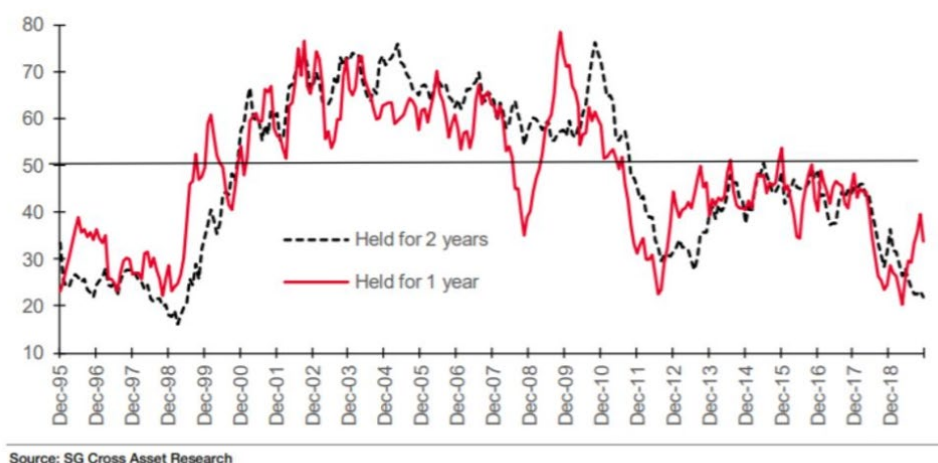
³ <https://www.treetopam.com/documents/3Q19%20Manager's%20Letter%20JB.pdf>

Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019

Jacques Berghmans

In onze drie vorige nieuwsbrieven hebben we uitgebreid geschreven over het grote potentieel van India en China op lange termijn en zeiden we ook dat eindelijk een einde zou kunnen komen aan de achterstand van de opkomende markten ten opzichte van de Amerikaanse. We hebben het dit jaar behoorlijk goed gedaan in China, maar niet in India. We hadden het ook over de forse voorsprong van Amerikaanse grote kapitalisaties op de rest van de markt. Nu het decennium ten einde loopt, moeten we toegeven dat we er naast zaten wat de timing van onze voorspelling betreft. De Amerikaanse aandelenmarkt bleef in de laatste weken van december namelijk beter presteren dan alle andere dankzij het handelsakkoord dat op het laatste nippertje met China werd gesloten. Een columnist van Bloomberg analyseerde onlangs de prestaties van 16.000 actief verhandelde aandelen uit de hele wereld en vergeleek deze met de prestaties van de S&P 500. Hij stelde vast dat amper 20% van de aandelen het in de laatste twee jaar beter heeft gedaan dan de S&P 500. Dat is het laagste cijfer sinds 1995. Dat betekent dat de meeste aandelen minder goed hebben gepresteerd dan die van de grote Amerikaanse bedrijven, wat het werk van beleggers die wereldwijd actief aandelen selecteren moeilijker maakt.

The most depressing chart ever! Percentage of global stocks out of a universe of 16,000 world stocks outperforming the S&P 500 over a one and two-year basis.



Overstappen op aandelen van Amerikaanse grote kapitalisaties lijkt ons nu echter geen goed idee. We blijven beleggen in redelijk gewaardeerde, gezonde bedrijven waarvan de winst stevig groeit en die actief zijn in markten met hoge toetredingsbarrières. Verandering komt op de aandelenmarkten vaak abrupt, en we hopen goed gepositioneerd te zijn voor de volgende ommekeer.

Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019
Jacques Berghmans

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 2019.

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.
