

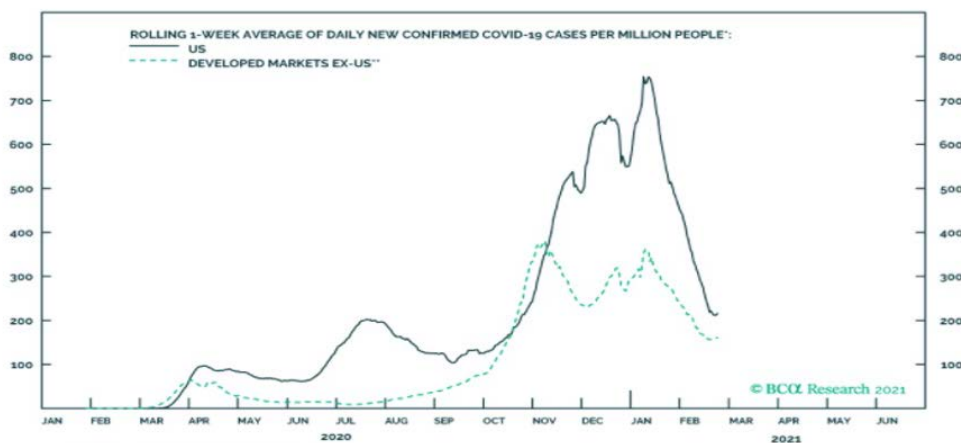


Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

Twaalf maanden geleden brak de coronapandemie uit, en helaas is het virus nog altijd niet verdwenen. Het blijft de economie en de samenleving op alle niveaus treffen. Op het moment dat ik dit schrijf, heeft de Franse president net aangekondigd dat Frankrijk weer voor een maand in lockdown gaat om de snel aanzwellende derde golf onder controle te krijgen. De pandemie lijkt een eindeloze nachtmerrie voor heel wat mensen over de hele wereld. Als financieel deskundige ben ik het gewend om cijfers en trends te analyseren, en deze keer denk ik dat we licht aan het eind van de tunnel kunnen zien. Azië lijkt het virus grotendeels onder controle te hebben, en in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk verlopen de vaccinaties vlot. In Europa kunnen we hopen dat onze politieke leiders na enkele schermutselingen zichzelf zullen kunnen beheersen om de regio uit de gezondheidscrisis te leiden. De voornaamste reden voor mijn optimisme is de doeltreffendheid van de nieuwe vaccins tegen het coronavirus, zoals blijkt uit de drastische daling van de besmettingscijfers in Israël en het Verenigd Koninkrijk, en intussen ook in de Verenigde Staten.

Grafiek I-1 : De koorts daalt



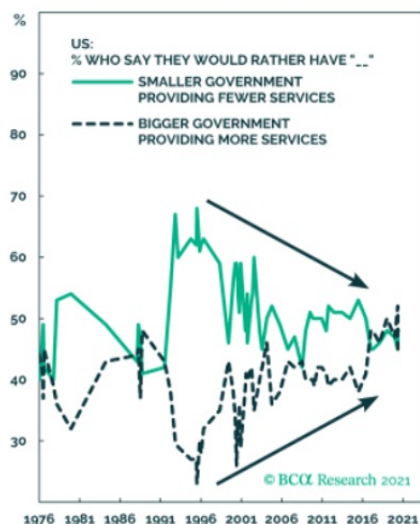
*BRON: CSSE, JOHNS HOPKINS EN OUR WORLD IN DATA

** OMVAT AUSTRALIË, CANADA, FRANKRIJK, DUITSLAND, ITALIË, JAPAN, NEDERLAND, SPANJE, ZWEDEN, ZWITSERLAND EN HET VK.

Naarmate de gezondheidscrisis langzaam in kracht afneemt, beginnen we een duidelijker beeld te krijgen van de politieke, economische en financiële gevolgen van de pandemie. In de Verenigde Staten heeft COVID-19 Donald Trump waarschijnlijk de verkiezingen gekost en zien we een terugkeer naar een centristischer beleid, waarin een belangrijkere rol is weggelegd voor de overheid. Een van de eerste beslissingen van de nieuwe Amerikaanse president Joe Biden was de goedkeuring van een coronasteunpakket van 1,9 biljoen dollar in maart, dat boven op het pakket van 900 miljard dollar van december kwam. Voor de nieuwe president is dat pakket nog maar een eerste

stap. Hij heeft pas nog een ambitieus infrastructuurplan¹ aangekondigd om het belabberde vervoersnetwerk te renoveren en de Amerikaanse economie koolstofarm te maken. Enkele maatregelen zullen waarschijnlijk wat moeten worden afgezwakt, want al bij al gaat het om het land van schalieolie, -gas en ongebreideld kapitalisme, maar de politieke koers die nu wordt gevaren, staat wel in schril contrast met die van de afgelopen vijf jaar. De Europese Unie heeft van haar kant ook een relanceplan van 1,8 biljoen euro goedgekeurd. Dat is het grootste pakket ooit voor de Unie². Die massale begrotingssteun zou de economieën weer op gang moeten krijgen, maar betekent ook een duidelijke breuk met het orthodoxe beleid van de afgelopen jaren. Sinds de inflatieproblemen van eind jaren 70 in Europa en de Verenigde Staten was het economische beleid vooral gericht op beperkte begrotingstekorten en een lage inflatie. De pandemie lijkt de doodsteek te zijn voor dat beleid in het Westen, aangezien elk land nu kiest voor een soepel monetair beleid (lage rentevoeten en inkoopprogramma's voor obligaties van de centrale banken) en een bijzonder agressieve verhoging van de begrotingsuitgaven, die worden gefinancierd met schulden. In een recent artikel ("Requiem for Volcker and the Gipper") legt BCA uit dat de Amerikaanse bevolking van mening lijkt te zijn veranderd over de noodzaak van een "klein overheidsapparaat". De meeste Amerikanen vinden nu dat de overheid veel proactiever zou moeten werken. Die trend was al begonnen onder president Trump, die een handelsoorlog ontketende en veel minder afkerig was van begrotingstekorten dan eerdere Republikeinse presidenten. Die verandering in het politieke klimaat komt tot uiting in de omvang van de stimuleringsmaatregelen die tijdens crisissen worden genomen. In 2009 en 2010 spendeerde de regering-Obama het equivalent van 5% van het Amerikaanse bbp om een depressie af te wenden. De diverse economische stimuli in het kader van de coronacrisis zullen de Amerikaanse overheid daarentegen veel meer kosten, namelijk 26% van het bbp.

Grafiek II-7 : "Klein overheidsapparaat" behoort tot het verleden



Een ander belangrijk gevolg van de coronacrisis is de opkomst van Azië en in het bijzonder China. Hoewel de groei in 2020 in China kelderde, bleef die niettemin positief, en het ziet ernaar uit dat het land dit jaar weer even sterk zal groeien als in 2019. Interessant daarbij is dat die opzienbarende prestatie vooral te danken is aan een agressief monetair en begrotingsbeleid, net zoals in het Westen. Daardoor is de obligatierente in China veel "normaler". Zo bedraagt de rente op Chinese staatsobligaties 3%, wat bijna het dubbele is van de Amerikaanse rente en talloze malen meer dan de rente in Europa. Ondanks de sterke economie en het relatief gezonde financiële systeem zitten Chinese aandelen nog altijd in minder dan 10% van de wereldwijde indexen. Bij TreeTop vinden we het nu belangrijker dan ooit om ook buiten Europa op zoek te gaan naar beleggingen. China is uitgegroeid tot de grootste

¹<https://www.economist.com/united-states/2021/04/01/joe-biden-unveils-americas-most-ambitious-infrastructure-plan-in-generations>

²https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en

economie ter wereld op basis van de koopkrachtpariteit, en er zijn nog altijd bijzonder interessante bedrijven met een redelijke waardering te vinden.

Het agressieve monetaire beleid in het Westen zal zowel op korte als op lange termijn gevolgen hebben voor beleggers. In de laatste twaalf maanden zagen we heel wat prijzen van activa, waaronder obligaties, vastgoed en aandelen, fors opveren. In België zijn de vastgoedprijzen in 2020³ met 5,7% gestegen, hoewel het bbp met 6,4% is gekrompen. In de VS vertoonden vastgoedprijzen de grootste stijging van de afgelopen jaren⁴, en we zagen hetzelfde in een aantal Europese landen⁵. We zijn geen vastgoedspecialisten, maar gezien de grote economische uitdagingen van het Westen en de stagnerende lonen vragen we ons af of zo'n prijsstijging wel duurzaam is? De obligatiemarkt lijkt nog problematischer. We kunnen die eigenlijk nauwelijks nog een "markt" noemen, aangezien de centrale banken alles in het werk stellen om de rente dicht bij nul te houden. In vergelijking met de crisis van 2009 hebben de centrale banken en de politieke overheden bedrijfsobligaties deze keer ook veel actiever ondersteund, om ervoor te zorgen dat de meeste bedrijven zich tegen een lage rente konden blijven financieren. Het voordeel van dat beleid is dat het de economische activiteit stut, althans op korte termijn. Het nadeel is dat bedrijven met een onhoudbaar businessmodel niet herstructureren, waardoor de herallocatie van kapitaal en arbeid beperkt blijft. Voor beleggers in bedrijfsobligaties vormde de steun van de centrale banken op korte termijn een opluchting, maar we betwijfelen dat de rente die een aantal met zware schulden beladen bedrijven momenteel biedt het gelopen risico voldoende vergoedt. Ook de aandelenmarkten zijn sinds maart vorig jaar fors opgeveerd, zoals we op onderstaande grafiek kunnen zien.

Grafiek 80: Wereldwijde Forward K/W

Wereldwijde forward K/W (12 maanden) ligt momenteel boven het lange termijn gemiddelde



De forward K/W (12 maanden) van de wereldwijde aandelenmarkt bedraagt momenteel 21x. Dat is hoog in vergelijking met de recente waarderingsratio's, maar moet wel in de context worden gezien van de extreem lage obligatierente (de Amerikaanse schatkistpapier bedraagt momenteel 1,7%, tegenover meer dan 6% in 2000) en de nog altijd lage bedrijfswinsten als gevolg van de pandemie. Zakenbank Merrill Lynch berekent de verwachte wereldwijde winst per aandeel (WPA), en zoals we kunnen zien op onderstaande grafiek, is de WPA sinds 2007 niet veel gestegen en ligt hij nu onder de langetermijntrend.

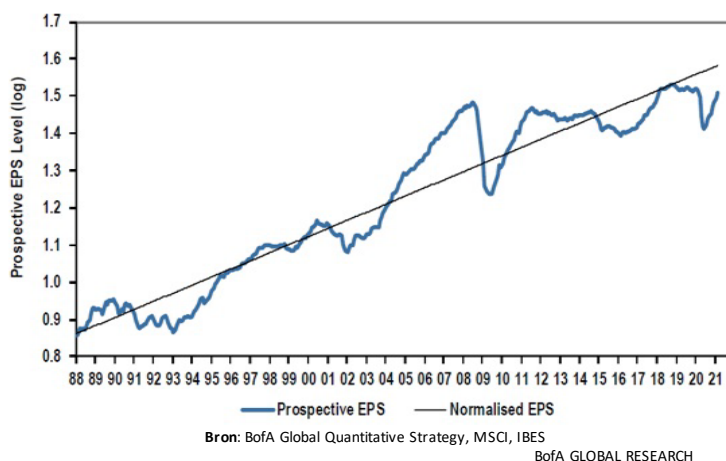
³<https://www.lesoir.be/347130/article/2021-01-05/barometre-immobilier-le-prix-moyen-des-maisons-en-belgique-augmentee-57-en#:~:text=En%202020%2C%20le%20prix%20moyen,en%20moyenne%20pour%20une%20maison>

⁴<https://www.forbes.com/sites/brendarichardson/2021/01/26/housing-market-gains-more-value-in-2020-than-in-any-year-since-2005/?sh=25b102754fe0>

⁵<https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/04/03/house-prices-in-the-rich-world-are-booming>

Grafiek 63: Wereldwijde forward WPA en WPA-trend

De wereldwijde winst per aandeel is verbeterd, maar blijft onder de lange termijn trend.



Gezien de agressieve stimuleringsmaatregelen en de eventuele opheffing van de lockdowns denken we dat de bedrijfswinsten fors zouden kunnen opleven, wat van aandelen wereldwijd een interessante belegging zou maken, in de zin dat ze veel meer rendement zullen opleveren dan andere financiële activa.

2. Onze overtuigingen

Amper een jaar na het dieptepunt van de pandemie kan ik met groot genoegen schrijven dat al onze beleggingsstrategieën het uitstekend hebben gedaan. Vooral onze strategie die op redelijk gewaardeerde groeibedrijven focust, heeft stevige rendementen behaald onder impuls van uiteenlopende aandelen, gaande van Chinese online kledinghandels tot innovatieve farmaceutische bedrijven. Die trend hield in de eerste paar maanden van het jaar aan. De vijf posities die het meest aan het rendement hebben bijgedragen, waren **NORWEGIAN FINANS HOLDING**, een fintech die marktleider is voor consumentenkredieten in Scandinavië, **UNITED RENTALS**, de grootste machineverhuurder van de Verenigde Staten, **UPLL**, een toonaangevende fabrikant van pesticiden en onkruidverdelgers uit India, **ALLIANCE DATA SYSTEMS**, een aanbieder van consumentenkredieten in de Verenigde Staten, en **VIPSHOP HOLDING**, een toonaangevende online discountwinkel voor kleding in China. Andere beleggingen die het vorig jaar heel goed deden, zoals **HORIZON PHARMACEUTICALS**, een Amerikaanse fabrikant van geneesmiddelen die zich toelegt op zeldzame aandoeningen, **ZEBRA TECHNOLOGY**, de marktleider voor barcodeapparatuur, en **ZOPLUS**, de grootste online detailhandel voor voeding en speelgoed voor huisdieren van Europa, zijn de voorbije drie maanden sterk blijven presteren.

Enkele van die beleggingen tonen duidelijk dat een goed aandeel niet noodzakelijk in een rechte lijn omhooggaat en dat een belegger soms stalen zenuwen moet hebben om niet te verkopen. Toen we enkele jaren geleden een positie in **VIPSHOP HOLDING** namen, redeneerden we dat het bedrijf door zijn dominante positie op de Chinese online kledingmarkt nog een aanzienlijk groeipotentieel had en dat het aandeel dat potentieel toen niet weerspiegelde. Uiteindelijk kregen we gelijk, en de resultaten van het bedrijf zijn nu zelfs beter dan wat we toen gehoopt hadden. Maar het afgelegde parcours was meer een hel dan een paradijselijke trip. Het bedrijf werd eerst massaal gedumpt door een vertraging van zijn kernactiviteit, waardoor het aandeel terugviel van 15 HKD tot iets meer dan 4 HKD, ondanks dat Tencent, een van de meest gerespecteerde internetbedrijven van China, in het kapitaal van het bedrijf was gestapt toen het aandeel tegen ongeveer 12 HKD noteerde. We hebben het aandeel desondanks aangehouden en keken tegen een groot verlies aan, maar achttien maanden geleden keerde de negatieve trend. De pandemie gaf **VIPSHOP HOLDING** vleugels, waardoor het aandeel uiteindelijk het forse rendement bood waarop we hadden gewacht. **UPLL**, **ZOPLUS** en machineverhuurders **AHSTEAD** en **UNITED RENTALS** verging het evenzo. Die aandelen

hadden allemaal een aantrekkelijk groeipotentieel, maar vielen tijdelijk fors terug door de verzwakking van het macroklimaat, teleurstellende resultaten op korte termijn, irrationeel marktgedrag of een combinatie van die en andere factoren.

ASHTeAD en **UNITED RENTALS** zijn uitstekende casestudy's en zagen hun aandeel twee keer een duik nemen sinds we ze enkele jaren geleden aan de portefeuille hadden toegevoegd, omdat de markt vreesde dat een macro-economische vertraging hun winst zou decimeren. Daaruit blijkt op een manier hoe sterk heel wat beleggers op de korte termijn gefocust zijn, want één jaar van zwakke resultaten heeft niet echt een invloed op de waarde van een bedrijf op lange termijn. De ironie is dat die bedrijven na enkele jaren een anticyclisch businessmodel hebben ontwikkeld, waardoor hun resultaten tijdens een economische neergang stabielier blijven dan die van heel wat bedrijven die als "weerstandig" worden beschouwd. De laatste kwartalen gaven het management gelijk, aangezien beide bedrijven sterke resultaten en kasstromen bleven boeken, waardoor ze de machineverhuursector in de VS verder kunnen consolideren.

De pandemie heeft de meeste financiële instellingen, waaronder **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, **NORWEGIAN FINANS** en **ALLIANCE DATA SYSTEMS**, zwaar getroffen, beleggers waren voorzichtiger tegenover het risico van uitstaande leningen. Een aantal van hun zorgpunten was zeker terecht, maar de meeste landen ondersteunden het inkomen van de gezinnen, wat een aantal van die risico's neutraliseerde. Op het hoogtepunt van de verkoopgolf in maart noteerden die aandelen tegen een lage eencijferige koers-winstverhouding en twijfelden heel wat beleggers eraan of de bedrijven wel zouden overleven. Twaalf maanden later kunnen we tot onze grote tevredenheid zeggen dat de aandelen weer zijn opgeveerd. De bedrijven doen het goed, en hun management heeft plannen voor een nog betere toekomst. Een paar weken geleden werd zelfs een overnamebod uitgebracht op **NORWEGIAN FINANS**, al steunden we maar al te graag de afwijzing van het management. Het bod leek nogal opportunistisch. Het zag ernaar uit dat de kandidaat-overnemer met een fikse korting een toonaangevende fintech voor consumentenkredieten op de kop wilde tikken. Maar volgens ons kan er veel meer waarde worden gegenereerd als een zelfstandig bedrijf of met een betere partner.

Niet al onze beleggingen hebben echter uitgedaagd zoals we hadden gehoopt. Zo heeft onze grote positie in **FUFENG**, de grootste producent van aminozuren in China, het voorbije jaar teleurgesteld, omdat de vraag naar voedingsadditieven terugviel door de zware slagen die de pandemie aan restaurants toebracht. Bovendien schommelde de graanprijs sterk in China, aangezien dat deze de principale productie kost van het bedrijf is, woog dat op de marges. Een van de positieve gevolgen van het moeilijke klimaat is dat de concurrentiedruk is afgenomen, doordat heel wat kleinere bedrijven het voor bekeken hielden. Volgens ons komen we nu elke dag dichterbij het einde van de prijzenoorlog, wat het aandeel flink zou moeten ondersteunen.

We hebben nog altijd het grootste vertrouwen in onze strategie, die voornamelijk gericht is op groeiende middelgrote bedrijven van ondernemers in Azië, Europa en de VS. Nu de aandacht van de markt verschuift van Amerikaanse technologieaandelen naar een bredere waaier van waarde aandelen, denken we dat we goed gepositioneerd zijn voor de toekomst. Ondanks de behoorlijke stijging van enkele van onze beleggingen, zijn de meeste van onze aandelen nog altijd redelijk gewaardeerd in vergelijking met het historische gemiddelde en zullen ze naar verwachting mooie rendementen genereren⁶. Ons team blijft te uwer beschikking voor eventuele vragen en wij bedanken u voor uw vertrouwen in deze uitzonderlijke tijden.

⁶*Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.*

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 maart 2021

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.
