



*Jacques Berghmans*

## 1. Economische en beursconjunctuur

De aandelenmarkten hielden na de uitstekende start van het jaar hun stijgende lijn aan. De drijvende kracht was ditmaal een opleving van conjunctuurgevoelige sectoren, zoals mijnbouw, scheepvaart en de staalindustrie. De laatste tijd begon een aantal economen en beleggers zich echter zorgen te maken over het inflatierisico, met name in de VS<sup>1</sup>, waar door het snelle economische herstel de prijzen in mei 5% hoger lagen dan een jaar voordien. Beleggers vrezen inflatie – terecht! – omdat die de koopkracht van hun spaargeld snel kan uithollen en de waardering van hun beleggingen beïnvloedt. Na tien jaar van 5% inflatie op jaarbasis bedraagt het koopkrachtverlies bijna 40% op cash en zelfs nog meer op langlopende obligaties, terwijl de waarderingsratio's van de meeste aandelen krimpen. Het is echter zeer belangrijk om het onderscheid te maken tussen een tijdelijke opstoot van inflatie, wat niet echt problematisch is, en structureel hoge inflatie, die tal van problemen kan veroorzaken.

*Inflatie is de voorloper van werkloosheid en een onzichtbare dief die alle spaarders berooft (Margaret Thatcher, gewezen premier van Groot-Brittannië)*

Over wat inflatie veroorzaakt, bestaat er geen eensgezindheid. Voor monetaire economen is een te grote geldvoorraad de enige schuldige, anderen schrijven inflatie toe aan een globaal onevenwicht tussen de vraag naar en het aanbod aan goederen en diensten. Een van de jammerlijke gevolgen van de pandemie is dat zij tegelijk tot een exponentiële groei van de geldvoorraad heeft geleid, vooral in de Verenigde Staten, en het aanbod aan bepaalde goederen en diensten heeft verstoord. Er zijn tal van recente voorbeelden van schaarste in aanvoerketens, zoals de stijgende transportkosten vanuit Azië<sup>2</sup>, de hogere prijzen voor tweedehandsauto's<sup>3</sup> en de steeds duurdere grondstoffen, met name koper, ijzererts en olie. Het goede nieuws is dat veel van die flessenhalzen wellicht tijdelijk zijn en de toename van de grondstoffenprijzen eerder een terugkeer naar normale niveaus is na de lage koersen in 2020. Er zijn al tekenen dat een aantal grondstoffen alweer normalere prijsniveaus bereikt – zo vielen de houtprijzen in de VS de afgelopen weken 40% terug ten opzichte van hun piekniveau.

<sup>1</sup> <https://www.economist.com/the-economist-explains/2021/06/03/what-underlies-fear-of-inflation-in-america-and-europe>

<sup>2</sup> <https://www.cnn.com/2021/01/22/shipping-container-shortage-is-causing-shipping-costs-to-rise.html>

<sup>3</sup> <https://www.economist.com/graphic-detail/2021/06/15/why-the-used-car-market-is-sending-american-inflation-soaring>



Figuur 1 Voornaamste grondstoffenprijzen sinds 2010 – Bron: Bloomberg



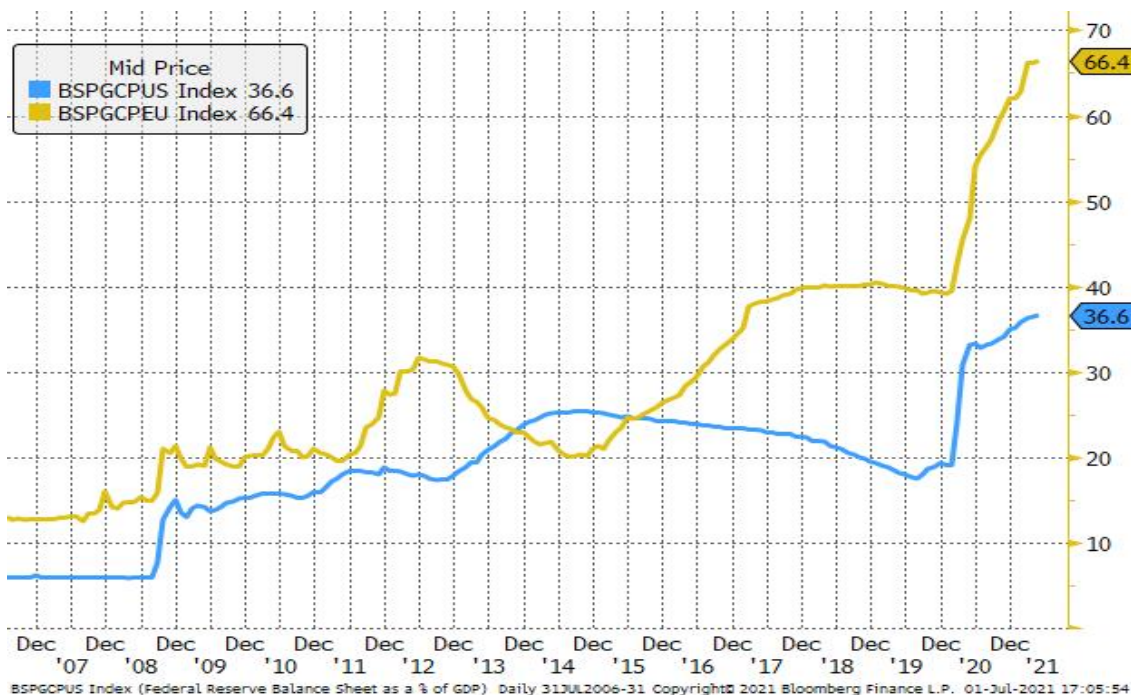
### The Economist

“QE”, naar het Engelse begrip “*quantitative easing*”) en denken dat we als gevolg van hun recente ingrepen wel eens aan de vooravond van veel hogere inflatie zouden kunnen staan. We weten dat “extreme” monetaire verruiming meestal slecht afloopt. De meesten van ons weten hoe het de Duitse Weimarrepubliek in de vroege jaren twintig is vergaan of herinneren zich de hyperinflatie in Brazilië in de jaren negentig. Intuïtief houdt de monetaire theorie steek: wanneer meer geld dezelfde hoeveelheid goederen najaagt, moeten de prijzen wel stijgen. Die theorie biedt echter geen verklaring voor de lage inflatie in de afgelopen vijftien jaar, ondanks de agressieve kwantitatieve versoepeling van de ECB en de Federal Reserve. In de praktijk blijkt dat alle theorieën moeite hebben om de complexiteit van de wereldwijd vertakte dollar- en eurosysteemen te vatten en eerder een ruwe aanwijzing van potentieële scenario’s geven.

Hogere prijzen kunnen bedrijven ook aanmoedigen om te investeren. In een recent artikel legde het tijdschrift *The Economist* uit dat er steeds meer signalen van een investeringsgolf opduiken, waardoor wellicht de productiecapaciteit toeneemt en de prijsdruk op lange termijn afneemt<sup>4</sup>. Een van de grote pijnpunten van de wereldwijde financiële crisis in 2009 was dat het zeven kwartalen geduurd heeft voor de wereldwijde reële investeringen opnieuw op het niveau van vóór de crisis zaten. Wat inflatie lijkt een redelijke prijs te zijn voor meer investeringen, hogere productiviteit en sterkere groei.

Een andere mogelijke oorzaak van inflatie, naast de recente verstoring van het aanbod, is de agressieve manier waarop de centrale banken hun balansen hebben laten aanzwellen. Monetaire economen beweren dat een te grote geldvoorraad de voornaamste oorzaak van hogere inflatie is. Zij staan doorgaans erg kritisch tegenover de programma’s waarmee de centrale banken obligaties opkopen (ook wel kwantitatieve versoepeling genoemd of

<sup>4</sup> <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/05/25/an-investment-bonanza-is-coming>

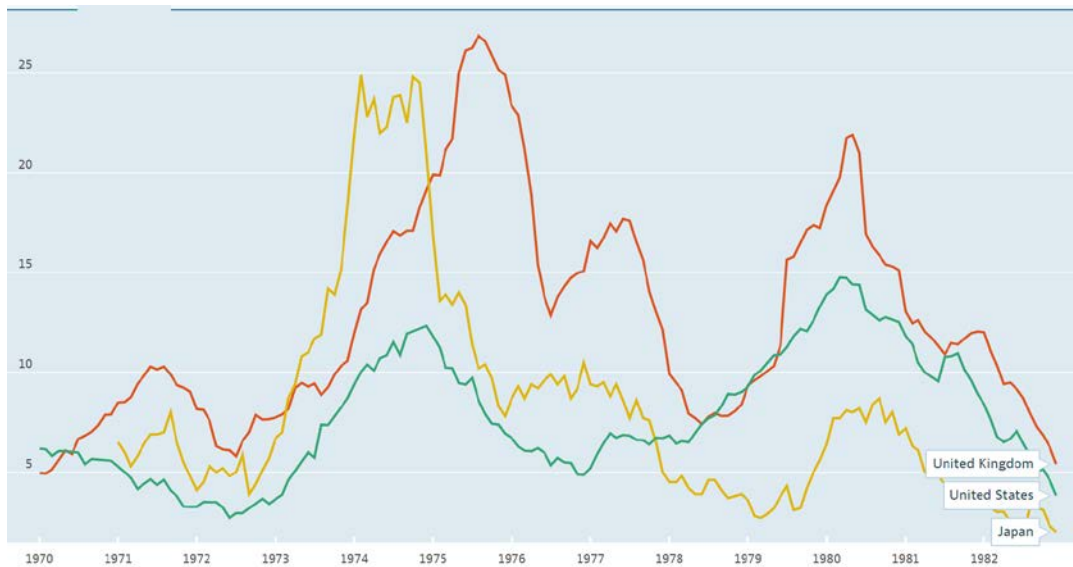


Figuur 2 Totale balans ECB als % van het bbp (geel) en totale balans Federal Reserve als % van het bbp (blauw) – Bron: Bloomberg

Eén scenario waar de meeste economen het over eens zijn, is dat de juiste maatregelen soms bepalen of de inflatie kan worden gestopt of net uitgroeit tot een oncontroleerbare inflatoire spiraal. Het recentste voorbeeld van zo'n inflatoire spiraal in een ontwikkelde economie is de crisis in Groot-Brittannië in de jaren zeventig. Zoals alle Westerse economieën werd Groot-Brittannië zwaar getroffen door de olieschok<sup>5</sup>, die de inflatie deed oplopen tot meer dan 20% in 1974. Die schok zorgde in alle geïndustrialiseerde economieën voor verschillende problemen, maar de VS en vooral Japan pakten de nasleep van de crisis veel beter aan dan Groot-Brittannië. Zoals onderstaande grafiek toont kregen Japan, de Verenigde Staten en Groot-Brittannië in 1974 stuk voor stuk een grote inflatieschok te verwerken, maar slaagde Japan er snel in de inflatie te bedwingen, terwijl de VS tot in de vroege jaren tachtig met hoge inflatie kampten en de economische situatie in Groot-Brittannië van kwaad naar erger ging. De olieschok zette de Japanse regering en bedrijven ertoe aan nieuwe leveranciers te zoeken en te investeren in efficiëntere toepassingen. Een aantal Japanse bedrijven profiteerde uiteindelijk van de crisis. Zo wisten Toyota en Nissan dankzij hun grote investeringen in betere motortechnologie marktaandeelen te veroveren in het Westen. De gedeeltelijke teloorgang van traditionele Japanse industrie, zoals de scheepsbouw en de petrochemie, creëerde ook meer ruimte om te groeien voor nieuwe sectoren, zoals de elektronica. In het VK leidde de oliecrisis daarentegen tot massale stakingen doordat de overheid en de vakbonden het niet eens raakten over het loonbeleid. Mijnstakingen leidden tot minder steenkoolproductie, stroompannes en de beruchte driedaagse werkweek die uiteindelijk uitmondde in een instorting van de productie, druk op de munt en nog meer inflatie<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> <https://www.theguardian.com/environment/2011/mar/03/1970s-oil-price-shock>

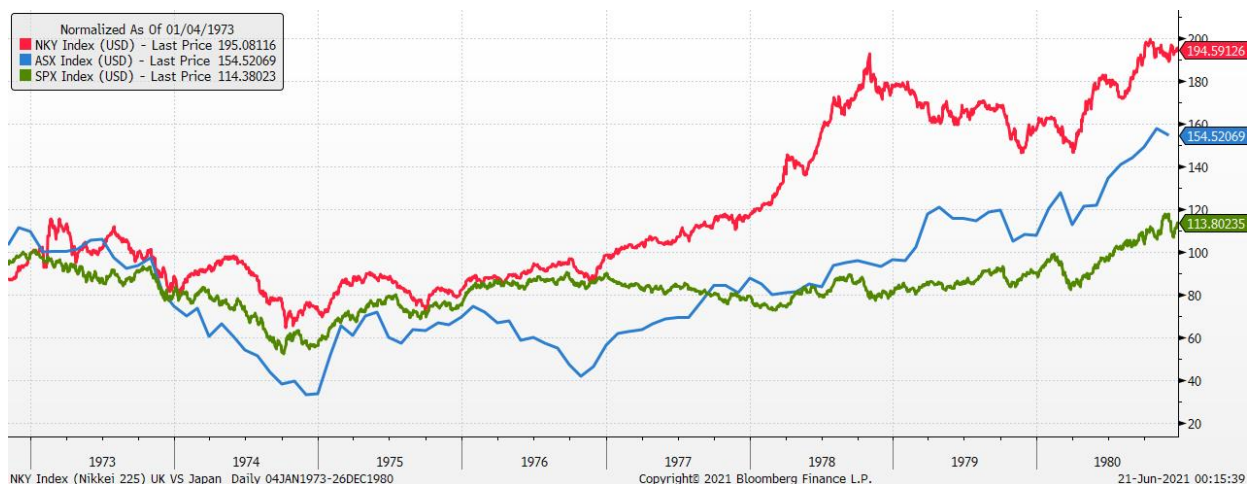
<sup>6</sup> <https://www.theblackoutreport.co.uk/2021/01/06/three-day-week-1974/>



Figuur 3 Inflatie in de jaren zeventig in het VK (rood), de VS (groen) en Japan (geel) – Bron: Bloomberg

De recente inflatieopstoot is veel minder erg dan in de vroege jaren zeventig en lijkt op korte termijn geen grote reden voor bezorgdheid. Als de situatie verergert en de overheden en centrale banken geen passende maatregelen nemen, zijn er manieren waarop beleggers hun spaargeld kunnen beschermen. Langlopende vastrentende instrumenten (staatsobligaties en bedrijfsobligaties van beleggingskwaliteit) doen het doorgaans erg slecht bij hoge inflatie, omdat die de centrale banken verplicht om de rente op te trekken<sup>7</sup>. Weinig Belgische beleggers kopen rechtstreeks obligaties, maar het is opletten geblazen met de zogezegd “conservatieve” portefeuilles die sommige banken aanbieden, waarin zogezegd “veilige” obligaties kunnen zitten. Een van de oudste obligatiefondsen die ik kon vinden, het “Fidelity Investment Grade Bond Fund”, werd geïntroduceerd in september 1971 en verkocht aan particuliere beleggers. Het ging van start met een netto-inventariswaarde van 9,36 USD per aandeel, bereikte in september 1981 een bodem van 5,7 USD per aandeel en noteert met 8,43 USD per aandeel ook nu nog, vijftig jaar later, onder zijn introductieprijs!

Gelukkig bieden de aandelenmarkten op lange termijn doorgaans wel een degelijke bescherming tegen de inflatie, in elk geval een veel betere dan obligaties. Dat gold zelfs in het VK, waar de economie aan de rand van de afgrond stond: de FTSE All Share-index (in het blauw in onderstaande grafiek) bood enige bescherming en versloeg zelfs de S&P 500 in Amerikaanse dollar. De Japanse index presteerde nog veel beter en wie doorheen de oliecrisis in die index belegd was, had tegen 1981 zijn vermogen verdubbeld. Dit alles tijdens de moeilijkste economische periode sinds de Tweede Wereldoorlog!

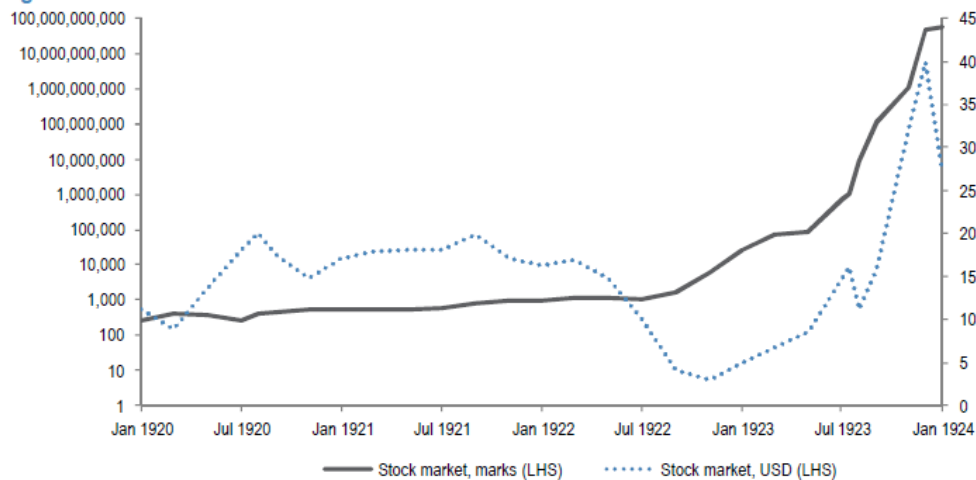


Figuur 4 Voornaamste aandelenindexen in de jaren zeventig – Nikkei (rood), FTSE All Share (blauw), S&P 500 (groen) – Bron: Bloomberg

<sup>7</sup> <https://www.pimco.co.uk/en-gb/resources/education/understanding-inflation/>  
Brief van de Beheerder 2Q21 Jacques Berghmans

De aandelenmarkt kan u zelfs beschermen in tijden van hyperinflatie. Toen JP Morgan in 2011 de gevolgen van de hyperinflatie tijdens de Weimarrepubliek voor beleggingen analyseerde, kwam het tot de verrassende vaststelling dat een Duitse belegger die zijn aandelen bijhield, in die duistere periode van de geschiedenis zelfs in Amerikaanse dollar winst maakte.

Figure 20: German stock market: in marks and USD



Source: J.P. Morgan estimates, "The Economics of Inflation", by Constantino Bresciani-Turroni

We kunnen besluiten dat hoge inflatie wel degelijk een element is waar beleggers oog voor moeten hebben. De recente golf van prijsstijgingen lijkt echter tijdelijk, en als de inflatie toch structureel zou toenemen, zouden de wereldwijde aandelenmarkten een degelijke bescherming op lange termijn blijven bieden.

Bij TreeTop doen we ook veel moeite om overal de beste kansen te vinden. Zoals corona heeft getoond doorstaat het ene land een crisis al beter dan het andere. Die vaststelling blijft geldig, ongeacht het type crisis (financieel, economisch, gezondheid, enz.).

## 2. Onze overtuigingen

Onze strategie leverde ook in het tweede kwartaal van 2021 weer behoorlijke resultaten op, al waren die minder indrukwekkend dan in de eerste maanden van het jaar. De jongste weken ondervonden we onder meer tegenwind van de rotatie naar conjunctuurgevoeligere aandelen die door de pandemie ver waren achtergebleven. Doordat overal ter wereld economieën langzaam weer op gang kwamen en de grondstoffenprijzen de hoogte in schoten, veerden oliemaatschappijen, traditionele financiële instellingen en zware industrie zoals de staalnijverheid sterk op. Onze strategie is om structureel groeiende bedrijven te kopen tegen redelijke waarderingen en een deel van onze beleggingen profiteerde wel van die trend, maar we hadden geen posities in oliemaatschappijen, traditionele autobouwers of staalbedrijven. In die sectoren zijn degelijke bedrijven actief, maar het groeiplaatje op lange termijn oogt somber en de concurrentie is hevig, dus dit lijkt ons eerder een kortetermijnbeweging dan een structurele trend.

Enkele van de grootste bijdragen aan het rendement sinds begin dit jaar kwamen van machineverhuurders **ASSTEAD** en **UNITED RENTALS**, de toonaangevende online verstrekker van consumentenkrediet **NORWEGIAN FINANS HOLDING** en het Indiase landbouwtechnologiebedrijf **UPL Limited**. **VIPSHOP HOLDING** en **FUFENG** drukten het resultaat het meest. Amerikaanse machineverhuurders profiteerden opnieuw van sterke structurele groeitrends, vooral de omschakeling van bezit naar huur en de mogelijkheid om de markt te consolideren. De koersen werden ook opgedreven door het sterke herstel na de coronacrisis en enthousiasme over de grootschalige infrastructuurinvesteringen die de regering-Biden wil doen. Ondanks een uitstekend parcours blijft het aandeel **UNITED RENTALS** redelijk gewaardeerd en noteert het tegen 14 x de toekomstige winst.

**UPLL** is een toonaangevende pesticide- en herbicideproducent uit India, die zijn omzet hoofdzakelijk genereert in Zuid- en Noord-Amerika en Europa. Wij beleggen al enkele jaren in het bedrijf, dat door de bedrijfsleider van de tweede generatie werd omgevormd tot een wereldleider in herbiciden en pesticiden door enkele overnames te doen en slim gebruik te maken van de lage productie- en onderzoekskosten in India. Eind vorig jaar voltooide het bedrijf zijn grootste overname tot nu toe met de aankoop van het Amerikaanse agrotechnologiebedrijf Arysta voor 4,2 mld. USD. Met die grote overname wil het kunnen concurreren met de zwaargewichten uit de sector, zoals Bayer-Monsanto, door gebruik te maken van de distributiecapaciteit van Arysta en efficiëntiewinsten en synergieën te realiseren. Die strategie hield steek, maar beleggers waren bezorgd over de schulden die voor de overname moesten worden aangegaan. De afgelopen maanden rapporteerde het bedrijf een betere omzet- en winstgroei dan verwacht en het voorbije halfjaar kon het zijn netto schuldenlast met 600 mln. USD reduceren tot circa 2,7 mld. USD, waardoor het aandeel is opgeveerd.

De twee beleggingen die de afgelopen weken het meest teleurstelden, waren **FUFENG**, een vooraanstaande producent van aminozuren in China, en **VIPSHOP HOLDING**, het grootste online discountkledingplatform van China. **FUFENG** heeft nog steeds solide fundamentele factoren en wij verwachten dat het bedrijf de komende drie jaar een kasstroom kan genereren die overeenkomt met 70% van zijn marktkapitalisatie. Het grootste probleem is dat de oprichter, die eind de zestig is, niet in een goede opvolging heeft voorzien en de voorbije 18 maanden enkele belangrijke managers zag vertrekken. Wij werken momenteel met het bedrijf aan een oplossing voor die problemen, waarna het aandeel hopelijk de sterke fundamentele factoren van het bedrijf zal weerspiegelen. **VIPSHOP HOLDING** deed het uitstekend tot de implosie van het Amerikaanse hefboomfonds Archegos Capital eerder dit jaar. Dat had een groot belang in **VIPSHOP HOLDING** en in andere Chinese internetbedrijven en deed bij zijn ontbinding een groot aantal aandelen tegen bodemprijzen van de hand. Die tegenvaller is jammer, maar **VIPSHOP HOLDING** kon de afgelopen jaren uitstekende resultaten voorleggen en heeft nog altijd een grote afzetmarkt. Het aandeel noteert tegen de redelijke waardering van 12 x de toekomstige winst.

Nu de pandemie langzaam wegebt en de economie sterk opleeft, zien we enkele traditionele financiële instellingen snel in waarde stijgen en komen de overnames door private-equityfondsen en door strategische kopers weer op gang. Enkele van onze beleggingen profiteren sterk van die twee ontwikkelingen. **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, een vooraanstaande verstrekker van hypothecaire kredieten in India, is strategische relaties aangegaan met de twee grootste banken in India en de voornaamste kredietbeoordelaar in het land heeft zijn rating opgetrokken van AA met negatieve vooruitzichten naar AA met stabiele vooruitzichten. In combinatie met de stabiliserende Indiase economie zijn daardoor de fundamentele factoren en de aandelenkoers verbeterd. Op een van onze beleggingen is een formeel overnamebod uitgebracht, een andere zou naar verluidt op interesse van kandidaat-kopers kunnen rekenen. **NORWEGIAN FINANS HOLDING** kreeg onlangs een overnamebod van Nordax en er doen geruchten de ronde dat private-equityfondsen hun oog hebben laten vallen op **IWG**, het grootste netwerk van volledig uitgeruste kantoren ter wereld en een belegging die wij al enkele jaren in portefeuille hebben.

Hoewel de waarderingen op de aandelenmarkten zijn gestegen, vinden wij in het algemeen nog segmenten die waarde bieden. Wij zijn ook nog steeds van mening dat door de lage rente en het pijlsnelle economische herstel na de pandemie aandelen aantrekkelijker zijn dan de meeste alternatieve beleggingen.

---

*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 juni 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.*

---