



Andrew Dalrymple

Na een buitengewoon moeilijk en teleurstellend 2022 begon het kwartaal globaal genomen bemoedigender. We zetten een sterke prestatie neer in januari en maakten in februari en maart telkens pas op de plaats.

Het zal even duren voor het beleggersvertrouwen is hersteld van een van de zwartste jaren ooit voor aandelen- en obligatiebeleggers, maar een positieve start van het jaar is meestal een goed teken. De onzekerheid blijft groot, van hoe de oorlog in Oekraïne afloopt tot welke dreiging China voor Taiwan vormt en hoe goed (of slecht) de wereldeconomie ervoor staat, dus zijn de schommelingen die we op de markten zagen niet echt verrassend. Het meest acute vraagteken voor beleggers is waarschijnlijk echter welk rentebeleid de Amerikaanse Federal Reserve zal voeren. De realiteit is dat de wereldeconomie een poosje nood heeft aan hogere rente, niet alleen om de inflatie te beteugelen, maar om kapitaal een correcte vergoeding te geven. De extreem lage rentes die de centrale banken in de VS en Europa hanteerden, hebben op tal van domeinen grote zeepbellen doen ontstaan, van topwijnen tot oldtimers en uiteraard vastgoed in bijna alle landen, doordat beleggers bij gebrek aan rendement op hun spaargeld op zoek gingen naar activa die een meerwaarde konden genereren. Er lijkt te veel hoop en verwachting te bestaan dat zodra de inflatie begint te dalen, de centrale banken onmiddellijk zullen versoepelen. Daardoor zijn de economische cijfers een nog belangrijkere rol gaan spelen in het bepalen van de richting van de markt en het sentiment onder beleggers.

Enkele individuele aandelen hebben een mooi parcours afgelegd, met name in het luxesegment, waar **LVMH** en **Ferrari** een grote bijdrage aan de strategie hebben geleverd. Onze halfgeleiderposities **ASML**, **Inficon** en **PVA Tepla** zorgden allemaal voor winst, al viel PVA Tepla na een ijzersterke prestatie in januari wel terug in februari toen de oprichter en voorzitter zich onverwacht terugtrok en zijn volledige aandelenbelang verkocht. Ook de Deense insulineproducent **Novo Nordisk** kende een prima start van het jaar en ging voort op het elan van zijn uitstekende prestatie in 2022, en de Zwitserse leverancier van dakbedekkingsmaterialen **Sika** koerste aanzienlijk hoger. De enige tegenvallers in Europa waren **Watches of Switzerland** en **Ashtead**. Met name Watches of Switzerland is een verrassing, aangezien alle andere verkopers van luxegoederen het de laatste tijd goed deden. Ashtead is dan weer in wezen gelinkt aan de bouwsector in de VS en het aandeel kreeg rake klappen toen de stemming daar medio maart bruusk keerde.

De Amerikaanse posities waren wisselvalliger, maar leverden globaal genomen een mooie bijdrage. Het resultaatenseizoen over het vierde kwartaal verliep zonder al te veel deining. Bijna alle bedrijven in onze strategie legden cijfers en vooruitzichten voor die de verwachtingen haalden of overtroffen. De afgelopen periode is onze strategie dan ook amper gewijzigd. **StaarSurgical**, dat implanteerbare contactlenzen maakt, draait veel omzet in China en koerste flink hoger dankzij de heropening van het land. **Axon Enterprises**, dat stroomstootwapens en bodycams maakt, maakte bijzonder sterke cijfers bekend en bereikte een nieuw hoogtepunt, terwijl **Old Dominion Freight** een mooie vooruitgang maakte naarmate de toevoerketens herstelden. Het merendeel van onze Amerikaanse posities komt uit behoorlijk defensieve groeisectoren, zoals herstelling en onderhoud van auto's, reserveonderdelen voor vliegtuigen, benodigdheden en toeleveringsketens, en cosmetica. De S&P 500 sloot het eerste kwartaal 7% hoger af en de meeste posities van de strategie hielden daar minstens gelijke tred mee.

Een beleggingsreis naar Amerika begin maart heeft ons zoals altijd veel geleerd. Er wordt voortdurend gewaarschuwd voor een recessie in de VS, een dreiging die als een zwaard van Damocles boven de aandelenmarkt hangt. De boutade wil dat bedrijven en analisten de laatsten zijn die een terugval zien aankomen, en als er een neergang aankomt, is dat vandaag absoluut het geval. De overheersende mening was dat de toeleveringsketens grotendeels hersteld zijn, de

orderboekjes goed gevuld blijven en de bedrijven in een uitstekende financiële gezondheid verkeren. De arbeidsmarkt wordt als krap omschreven en het consumentenvertrouwen eerder als goed dan als solide, maar een negatieve noot viel amper te bespeuren. We bezochten tijdens onze reis vijf van onze huidige Amerikaanse posities, **SiTime**, **Dexcom**, **Tractor Supply**, **Doximity** en **Shopify**, die stuk voor stuk bemoedigende presentaties gaven. Het lijkt een jaar te zullen worden waarin aandelen uit de 'echte economie' floreren, met name industrie, distributeurs en dienstverleners, en in die segmenten zijn er flink wat heel redelijk gewaardeerde kansen te vinden. **Dexcom**, onze oude getrouwe diabeteskampioen, schetste de beste vooruitzichten en verwacht een bijzonder sterke groei van zijn activiteiten. Het gebruik van continue glucosemonitoring neemt in sneltempo toe en de nieuwe sensor van de zevende generatie van het bedrijf lijkt een doorbraak te zullen ontketenen.

Omdat de opmerkelijke U-bocht in China een onverwacht snelle heropening van de economie op gang bracht, hebben we posities geopend of heropend in **Alibaba**, **New Oriental Education** en **Meituan**. Die financierden we door aandelen te verkopen in India, dat na een sterk 2022 lijkt te zullen stagneren. Wij verwachten dat de Chinese economie verder aantrekt naarmate het jaar vordert, maar voorlopig lijkt het herstel traag te verlopen en geen van die posities heeft een wezenlijke bijdrage geleverd.

Afgelopen jaar was uitzonderlijk moeilijk voor de aandelenmarkten, in het bijzonder voor groeiaandelen. De waarderingen stonden onder druk van de stijgende rente doordat de centrale banken eensgezind de inflatie te lijf gingen. Het ergste van die beweging lijkt ons nu achter de rug – de groei van de wereldeconomie vertraagt, de grondstoffenprijzen dalen en de vergelijkingsbasis voor de inflatie ligt dit jaar eenvoudigweg veel hoger. Op de loondruk na wijzen alle indicatoren in de goede richting. Dat is een bemoedigende ontwikkeling voor de kosten van consumenten en bedrijven, maar de vraag blijft wanneer het hoogtepunt in de cyclus van renteverhogingen bereikt zal zijn en hoelang dat zal worden aangehouden. Er zijn tekenen van hardnekkig hoge prijzen op de Amerikaanse huurmarkt, die meer dan 30% van de inflatie-index uitmaakt, gevolgd door grondstoffen met ruim 20%. Tegelijk blijft in Europa de voedselinflatie onverminderd hoog door de slechte weersomstandigheden in januari.

De Deense insulineproducent **Novo Nordisk** maakte ook resultaten over het volledige jaar bekend en liet zich optimistisch uit over het komende jaar, met een prognose van tot 20% groei van de omzet en EBIT. De nieuwe 'vermageringspil' krijgt om evidente redenen veel aandacht in de media. Wegovy werd in 2021 goedgekeurd en is nu toegelaten tot de verkoop aan volwassenen in het VK, al is het middel in Hollywood naar verluidt al zes maanden te krijgen!

SiTime overtrof eveneens de verwachtingen met zijn resultaten en het bedrijf richtte de schijnwerpers op de nieuwe producten die het dit jaar wil uitbrengen. De tijdschakelaars op basis van silicone zitten ingebouwd in diverse hoogtechnologische eindproducten in een brede waaier van sectoren, van communicatieapparaten en auto's tot industriële toepassingen, luchtvaart, mobiele apparaten, internet en consumptiegoederen.

Het resultatenseizoen was positief in het licht van de alomtegenwoordige macro-economische bezorgdheid deze maand, en wij trekken in de loop van de maand naar de VS om ons beeld van de bedrijfsvooruitzichten verder scherp te stellen. De consumptiebestedingen bleven ondanks stijgende prijzen op peil en de gulle coronasteunmaatregelen van de overheid hebben de balansen geschaagd, dus is er volgens ons nog steeds reden om optimistisch te zijn.

Dit document wordt voor algemene informatiedoeleinden verstrekt. Bij het opstellen ervan is geen rekening gehouden met de beleggingsdoelstellingen, financiële situatie of specifieke behoeften van een belegger. Dit document mag niet worden overhandigd aan een Amerikaanse belegger (zoals omschreven in de Amerikaanse regelgeving). Het is gebaseerd op bronnen die TreeTop Asset Management nv (de "Maatschappij") betrouwbaar acht en weerspiegelt de meningen van de beheerder. Andrew Dalrymple, de beheerder, werkt voor Aubrey Capital Management Limited, een onderneming waaraan de Maatschappij een aantal beheermandaten heeft uitbesteed. Dit document wordt enkel ter informatie verstrekt en vormt geen beleggingsadvies of productaanbod. De informatie in dit document kan op elk moment zonder kennisgeving worden gewijzigd. De Maatschappij wijst elke rechtstreekse of onrechtstreekse aansprakelijkheid voor het gebruik van de informatie in dit document af. Dit document mag zonder voorafgaande toestemming van de Maatschappij niet worden gekopieerd, gereproduceerd, gewijzigd, vertaald of doorgegeven aan enige persoon of entiteit in een rechtsgebied waar de Maatschappij of haar producten onderworpen zouden zijn aan registratieverplichtingen of waarin die verspreiding verboden of onwettig zou zijn. Resultaten en trends uit het verleden vormen niet noodzakelijk een aanwijzing voor toekomstige resultaten of ontwikkelingen.

Cijfers en informatie van 31 maart 2023

Gepubliceerd door TreeTop Asset Management nv, een icbe-beheermaatschappij conform hoofdstuk 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 met maatschappelijke zetel te 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, Groothertogdom Luxemburg.
