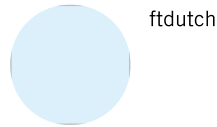




# Positieve trends en politieke uitdagingen in Polen

Augustus 1, 2016



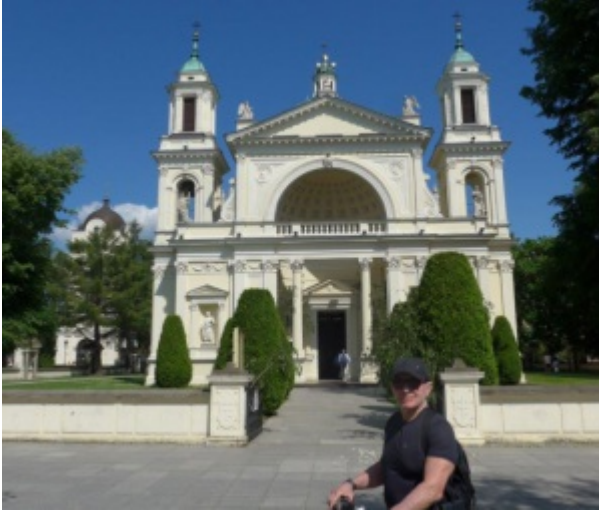
ftdutch

Mijn eerste bezoek aan Polen dateert van 1991, toen het land net zijn communistische verleden had afgeschud. In die tijd was Warschau een grimmige stad met lege winkelramen en winkels waar weinig te kopen viel. In het hart van de stad lag (en ligt) het 231 meter hoge “Paleis van Cultuur en Wetenschap in naam van Jozef Stalin,” een geschenk van de Sovjet-Unie (de naam van Stalin werd later verwijderd). Vele zeggen dat het opmerkelijke gebouw – dat het patroon volgt van gelijkaardige gebouwen in Moskou met gotische torens afgewerkt met rijkelijk versierde torenspitsen en enorme standbeelden – lijkt op een bruiloftstaart. Vandaag is Warschau een levendige en moderne stad met vele wolkenkrabbers die de skyline versieren, en veel voorzieningen voor bewoners en bezoekers, met onder andere een aantal bekende hotelketens, koffieshops, restaurants en winkels.



*Het Poolse Paleis van Cultuur en Wetenschap*

Polen is de jongste jaren een van de snelst groeiende economieën van Europa geweest; het bruto binnenlands product (bbp) groeide met 3,6% in 2015 en zal ongeveer even snel groeien in 2016.<sup>[1]</sup> De Poolse arbeidsmarkt is aan de betere hand en de lonen zijn aan het stijgen. Dat zorgt voor een toename van de gezinsuitgaven. De werkloosheidsgraad is teruggevallen tot het laagste niveau sinds 2008, en de overheid heeft subsidies ingevoerd voor gezinnen met kinderen, die de consumentenuitgaven kunnen aanzwengelen. De nadruk op de zorg voor kinderen en onderwijs is overal goed te zien. In één van de winkelcentra die ik bezocht tijdens een recente reis naar Polen, merkte ik dat er een educatief/speelhoekje was voor kinderen op elke verdieping; er was er een met enorme puzzelstukken die kinderen zelf konden samenleggen, terwijl in een ander hoekje het prehistorisch leven werd voorgesteld met modellen van dinosaurussen waarmee de kinderen konden spelen.



Fietsend in de buitenwijken van Warschau

Terwijl de wereldmarkten moesten bekomen van de Britse stem om de Europese Unie te verlaten in juni, denk ik dat Polen en andere opkomende landen in Europa garen kunnen spinnen bij de Brexit-beslissing. Nieuwe handelsbarrières zouden er immers voor kunnen zorgen dat sommige bedrijven die gevestigd zijn in het Verenigd Koninkrijk – vooral in de maakindustrie – kunnen verhuizen naar landen die nog steeds tot de EU behoren en meer gunstige overeenkomsten en lagere arbeidskosten hebben, zoals Polen, Hongarije en Tsjechië. Voor Polen die wonen en werken in het Verenigd Koninkrijk is de toekomst ietwat onzeker als gevolg van de anti-immigratie retoriek van degene die de 'Leave' campagne hebben gesteund. Deze werkende mensen sturen naar schatting elk jaar zowat 1 miljard dollar (0,9 miljard euro) terug naar Polen.[\[2\]](#)

### **De opkomst van het Poolse nationalisme**

Een van de mogelijke gevolgen van de Brexit die me verontrusten, is een mogelijke achteruitgang van de wereldhandel en de hervormingsinspanningen die wereldwijd worden gedaan. Het Poolse politieke klimaat wordt overschaduwd door de opkomst van de heersende nationalistische Wet en Rechtvaardigheid partij die wordt geleid door Jaroslaw Kaczynski. Kaczynski is de tweelingbroer van de vroegere Poolse president, die in 2010 omkwam tijdens een vliegtuigcrash bij het landen in Smolensk in Rusland. De Poolse mensen zijn erg trots en tuk op hun onafhankelijkheid en identiteit, en het nationalisme is onder het beleid van de Wet en Rechtvaardigheid toegenomen. De opkomst van het nationalisme is geen uitsluitend Pools fenomeen, aangezien de Brexit aangeeft dat dit zich veel verder verspreidt. Een opkomst van een nationalistisch gevoel kan samenhangen met een onrustwekkende achteruitgang van de wereldhandel, en een isolationistische houding van politici kan ertoe leiden dat hervormingen die zorgen voor een meer groeigericht beleid en privatiseringen worden afgeblokt. Dat is voor ons een bezorgdheid.



Een selfie in Sopot, Polen

In een Poolse krant die ik las, stond dat 55% van de ondervraagden geloofde dat Kaczynski werkelijk het land bestuurde, hoewel hij geen officieel overheidsmandaat bekleedt. Hij wordt afgeschilderd als iemand die scepticisme promoot en een diep wantrouwen creëert over de Poolse buurlanden en voormalige bezetters. De nieuwe regering werd er ook van beschuldigd dat ze de controle neemt over de publieke media, de inlichtingendiensten en het hoogste gerechtshof. Het strikte nationalisme van Kaczynski zou kunnen komen van de geschiedenis die zijn jeugd heeft getekend. Op het einde van de Tweede Wereldoorlog was 85% van de gebouwen in Warschau verwoest, en Kaczynski groeide op met horrorverhalen over de Russische onderdrukking en het communisme dat de Russen oplegden. Hij en z'n broer werkten samen met Lech Walesa, de vakbondsleider van Solidariteit die er mee voor zorgde dat de communistische partij in Polen werd afgezet. De dood van zijn tweelingbroer lijkt nog altijd een zware beproeving te zijn voor Kaczynski, aangezien hij naar verluidt elke zaterdag en bij andere belangrijke gebeurtenissen een bezoek brengt aan het graf van zijn broer.

Aanwijzingen van het oprukkende nationalisme in Polen zijn de door de regering afgevoerde privatiseringsmaatregelen in de bank-, verzekerings- en energiesectoren, die als strategisch belangrijk worden beschouwd. Wij denken dat privatiseringen een belangrijk onderdeel zijn geweest van het vroegere economische succes van Polen. De overheid wijzigde ook openbare aanbestedingsregels om lokale bedrijven te bevoordelen, wat waarschijnlijk andere EU-lidstaten kan verontrusten. De overheid versoepelde eveneens het energiebeleid met betrekking tot de uitstoot van koolstofdioxide, in een poging om de in Polen belangrijke steenkoolsector te beschermen.

De nieuwe Poolse regering heeft maatregelen voorgesteld om de overheidsfinanciën te verstevigen, door een nieuwe belasting op bankactiva in te voeren, alsook een leningsconversieprogramma voor leningen luidend in Zwitserse frank, dat banken zal verplichten om deze leningen om te zetten in Poolse zloty. Aangezien naar schatting meer dan 500.000 Poolse gezinnen zulke leningen aanhouden, zal het conversieprogramma, samen met de nieuwe bankheffing, waarschijnlijk een dure zaak worden voor de banksector. Jaren geleden boden veel banken hypotheekleningen aan in Zwitserse frank. Die waren immers aantrekkelijk voor huizenkopers dankzij de erg lage rentevoeten. Toen vonden we dat dit een vergissing was, en waarschuwden we ervoor dat een dergelijke praktijk gevaren inhield voor klanten met inkomsten enkel in Poolse zloty, indien de wisselkoers zou wijzigen. De zloty devalueerde tegenover de Zwitserse frank, en veel huiseigenaars zaten in de penarie. Veel mensen verloren hun huis omdat ze niet langer konden betalen. Daardoor nam de regering de populaire maatregel om tegemoet te komen aan mensen met een hypotheek en werden de banken afgestraft met maatregelen om het risico te dragen.

Bovendien onthulde Polen een radicaal pensioenhervormingsplan, dat het pensioenfondsenstelsel, dat in privéhanden was, moest ontmantelen en de meeste activa zou overbrengen naar individuele pensioenrekeningen. Een deel daarvan zou worden beheerd door een overheidsinstelling. De Europese Commissie gaf aan dat Polen toezicht moest houden over dat plan, en benadrukte dat pensioenstelsels van de lidstaten "afdoende, veilig en duurzaam" moeten zijn. Er is ongerustheid dat bepaalde pensioenactiva op lange termijn gebruikt zouden kunnen worden om bepaalde overheidsplannen te financieren.

De sterke zloty is zeker een bezorgdheid voor ons als beleggers in Polen, en een andere groot probleem is de vluchtelingencrisis in Europa. Hoewel de voormalige Poolse regering had aanvaard om 7.000 vluchtelingen op te vangen onder de Europese herverdelingsquota voor vluchtelingen, is de nieuwe regering zich erg kritisch gaan uitlaten over deze beslissing. Dat is nogal ironisch aangezien veel Polen die werken in het Verenigd Koninkrijk nu bezorgd zijn dat ze verplicht zullen worden om naar hun land terug te keren.



Sopot, Polen

De Europese Commissie heeft onlangs haar bezorgdheid geuit over bepaalde praktijken in Polen, onder andere het gebrek aan respect voor de rechtsgang, en nieuwe mediawetten die de regering de macht geven om belangrijke directeurs van openbaar gefinancierde radio- en televisiezenders aan te stellen en te ontslaan. Dat zou de vrije meningsuiting in het gedrang kunnen brengen. Sinds Polen in 2004 bij de EU kwam, heeft het land genoten van miljarden euro's subsidies en leningen om de infrastructuur te verbeteren. De banden met de EU blijven daarom belangrijk voor Polen. De EU heeft onlangs fondsen vrijgemaakt om innovatie in Polen te ondersteunen en om het concurrentievermogen aan te scherpen. In 2015 keurde de Europese Commissie het "Smart Growth" operationele programma voor 2014 tot 2020 goed. Dat is goed voor €8,6 miljard investeringen om de economische groei te versterken.<sup>[3]</sup> Het legt de nadruk op het versterken van onderzoek en ontwikkeling, en wil kleine en middelgrote bedrijven stimuleren om nieuwe ideeën en competitieve voordelen te ontwikkelen. De nieuwe regering stemde ermee in om de begrotingsregels van de EU te blijven respecteren (een begrotingstekort aanhouden van minder dan 3% van het bbp en een schuldgraad van minder dan 60% van het bbp), schijnbaar om tegemoet te komen aan de bezorgdheden van de EU.

Het politieke klimaat heeft voor wat nervositeit gezorgd bij de kredietagentschappen. In januari 2016 verlaagde Standard & Poor's (S&P) de kredietrating van de Poolse schuld, en in mei 2016 verlaagde Moody's Investors Service de vooruitzichten voor de Poolse overheidsschuld van Negatief naar Stabiel, waarbij de langetermijnrating op A2 werd behouden. Op 15 juli bevestigde het agentschap Fitch de Poolse kredietrating van A-, die aldus ongewijzigd bleef. In een persbericht dat de beslissing rechtvaardigde, benadrukte Fitch Ratings de stevige macro-economische fundamentals van de Poolse economie, die tot uiting komen in sterke bbp-cijfers.<sup>[4]</sup> Het agentschap voorspelt een bbp-groei van 3,2% tot 3,3% in de jaren 2016-2018, die naar verluidt vooral zal worden ondersteund door private consumptie.<sup>[5]</sup>

### **Bottom-Up Beleggingskansen in Polen**

Hoewel het politieke klimaat heel wat uitdagingen stelt, is het als bottom-up beleggers onze taak om individuele bedrijven te vinden die in elk klimaat kunnen overleven en floreren. We kregen de kans om deze lente een aantal bedrijven in Polen te bezoeken, en we merkten vijf interessante trends op in de economie die ons als beleggers optimistisch stemden:

1. De snelle groei van de consumentenmarkt
2. Aanzienlijke verbeteringen van de infrastructuur, met betere wegen die zorgen voor meer verkeer met wagens en vrachtwagens
3. Een toenemende nadruk op technologie en investeringen om de kwaliteit te verbeteren
4. Strengere voorwaarden voor bankleningen als gevolg van het regeringsbeleid aangaande de banken
5. De toenemende internationalisering van de Poolse zakenwereld, waarbij veel bedrijven uitbreiden naar de rest van Europa of zelfs daarbuiten

Tijdens een van onze eerste bedrijfsbezoeken in Polen ontmoetten we managers van een autoverhuurbedrijf dat zich specialiseert in auto fleetmanagement. Deze onderneming speelt in op de eerder vermelde trends, namelijk zowel de snelle groei van de consumentenmarkt als infrastructuur. De managers van die bedrijf vertelden ons dat slechts ongeveer 10% van de bedrijven in Polen met 500 of meer werknemers fleetmanagementdiensten voor auto's gebruiken, terwijl dat cijfer in West-Europa bijna 50% bedraagt. Veel mensen die voordien hun auto's leasden, besloten er uiteindelijk een te kopen. Het groeipotentieel op dat domein zag er dus goed uit.

We bezochten ook een van de grootste olieraffinaderijen in de streek. De Poolse Schatkist heeft een groot belang in het bedrijf, maar zijn aandelen worden genoteerd op de Poolse beurs en worden aangehouden door verschillende lokale en buitenlandse investeerders. Het bedrijf is een goed voorbeeld van een succesvolle privatisering van een overheidsbedrijf dat in het buitenland heeft uitgebreid en heeft geprofiteerd van de kansen in de EU.

Een ander bedrijf dat we bezochten, had een innovatieve technologie voor infrarood detectoren die kunnen worden toegepast in verschillende domeinen (leger, spoorwegen, de autosector, luchtkwaliteitscontrole, geneeskunde). Het bedrijf had een strategie om de gemiddelde prijs per detector te verlagen en om de volumes en de toegankelijkheid en populariteit van de technologie in nieuwe sectoren aanzienlijk te verhogen. Een interessante toepassing was om de temperatuur te controleren van machine-onderdelen om defecte elementen in elke machine op te sporen (een defect onderdeel zou een hogere temperatuur hebben). Een andere toepassing is op geneeskundig vlak, om ontstekingen om te sporten in menselijk weefsel die kankermarkers kunnen zijn.

We bezochten ook een kleine maar innovatieve bank die geïnteresseerd was om andere banken over te nemen om daar kosten- en omzetsynergieën uit te halen. De bank werd als voorbeeld van de impact van EU integratie in 2008 gelanceerd door een conglomeraat dat gevestigd is in Italië. Leidinggevenden zeiden dat hun grote uitdaging de nieuwe bankentaks was. Een derde daarvan zal direct moeten worden gedragen door de bank, aangezien de Poolse regering duidelijk had gesteld dat ze niet zou toelaten dat de banken de kosten van deze bankentaks niet volledig zouden kunnen doorschuiven naar de consumenten.

Een uitbater van een restaurant dat we bezochten, breidde uit naar andere Oost-Europese landen, en ook naar Spanje en zelfs China. Het management vertelde dat ze sterk groeipotentieel zagen, door de populistische regeringsmaatregelen om geld in de handen van de gezinnen te stoppen.

Nog in de consumptiesector bezochten we een grote meubelfabrikant in Polen. De Poolse meubelindustrie heeft immers een sterke traditie; Polen is de derde grootste producent van meubelen in Europa en de vierde grootste ter wereld inzake exportverkoop. De export van meubelen vertegenwoordigt zowat 2% van het Poolse bbp.[\[6\]](#) Het bedrijf dat we bezochten specialiseerde zich in zelfbouwmeubelen. Terwijl we een rondleiding kregen in de fabriek en het magazijn van het bedrijf, werden we onder de indruk van de moderne voorzieningen en het gesofisticeerde materiaal. Interessant was dat een van hun belangrijke klanten een Zuid-Afrikaanse groep is die we goed kennen.

Het bedrijf wees erop dat de vervuilingsregelgeving van de EU iets is waarmee ze rekening moeten houden. Steeds meer Europese consumenten gaan op zoek naar meubelen die geen schadelijke stoffen bevatten, en het bedrijf wilde tegemoet komen aan die vraag met nieuwe spaanplaat die wordt geproduceerd zonder formaldehyde. We stelden vragen over de Chinese concurrentie in de meubelindustrie, maar de leidinggevenden van het bedrijf vertelden ons dat bestellingen bij Chinese producenten doorgaans pas na drie maanden worden afgeleverd, en dat zij maar half zo lang nodig hadden om te leveren. Bovendien vertelden ze ons dat Chinese producenten niet meer zulke scherpe prijzen hanteerden als vroeger.

De Polen houden van feesten, en traditioneel zijn bier en vodka bij zulke evenementen rijkelijk aanwezig. Wij bezochten een producent van wodka en andere geestrijke dranken, zoals elixer, cognac en rum. De managers, die wezen op de beperkte groeivoorzichten in Polen en Tsjechië, vertelden ons dat ze overnames willen doen in andere Europese landen en over de hele wereld. Dat is nog maar eens een voorbeeld van de manier waarop Poolse bedrijven internationaal hun vleugels uitslaan.

We hopen dat de Poolse leiders beseffen dat hervormingen nodig blijven, en dat de nationalistische gevoelens van het land niet ten koste gaan van de groei, wereldhandel en innovatie. We denken dat Polen een zeer interessante periode in zijn geschiedenis doormaakt, met veel uitdagingen, maar ook met meer kansen voor beleggers. We kijken ernaar uit om nog meer kansen in dit land te onderzoeken.

*De verklaringen, meningen en analyses in dit document zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling om in enig effect te beleggen of om enige beleggingsstrategie te volgen. Aangezien de markt en de economie snel kunnen evolueren, gelden verklaringen, meningen en analyses op de datum van de publicatie en kunnen ze zonder kennisgeving worden gewijzigd. Dit document is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt, sector, belegging of strategie.*

### **Belangrijke juridische informatie**

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. Beleggingen in buitenlandse effecten houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, een onstabiel economisch klimaat en politieke ontwikkelingen. Beleggingen in landen met een opkomende markt, waar frontiermarkten een onderdeel van zijn, gaan gepaard met grotere risico's die verband houden met dezelfde factoren, boven op de risico's die verbonden zijn aan hun relatief geringe omvang, de lagere liquiditeit en het gebrek aan een gevestigd wettelijk, politiek, zakelijk en sociaal kader om effectenmarkten te ondersteunen. Omdat deze kaders doorgaans nog minder ontwikkeld zijn op de frontiermarkten, en gelet op diverse factoren zoals het hogere risico van extreme koersvolatiliteit, illiquiditeit, handelsbarrières en deviezencontroles, gelden de risico's van de opkomende markten nog sterker voor frontiermarkten. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden.

[1] Bron: IMF World Economic Outlook Database, april 2016. Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen, verwachtingen of prognoses werkelijkheid zullen worden.

Bron: Centrale Bank van Polen; gegevens over geldverzendingen van 2013.

[3] Bron: "De EU zal 8,6 miljard euro van regionale fondsen in Polen investeren om innovatie te versterken," aldus een persbericht van de Europese Commissie van februari 2015.

[4] Bron: Fitch Ratings persbericht, 15 juli 2016.

[5] Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen of prognoses werkelijkheid zullen worden.

[6] Bron: Eurostat, gegevens van 2015.