



Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

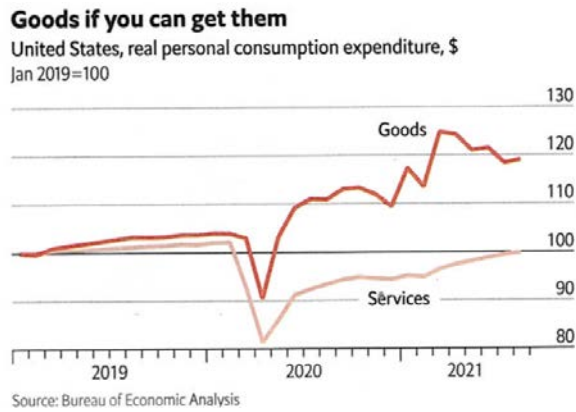
De wereldwijde aandelenmarkten begonnen het jaar uitstekend, maar eindigden de laatste maanden toch ietwat in mineur. Wanneer ik dit schrijf noteert de MSCI All Countries World iets hoger dan in september doordat zijn drie grootste componenten, de Amerikaanse, Europese en Japanse aandelenmarkten, respectievelijk op lichte winst, op licht verlies en min of meer status quo staan. Een belangrijke bekommernis voor beleggers is de aanhoudend hoge inflatie in de VS en Europa, die voor het eerst in decennia jaar op jaar meer dan 5% bedraagt.

In onze nieuwsbrief over het tweede kwartaal analyseerden we de mogelijke oorzaken van de inflatie en legden we uit waarom beleggen op de wereldwijde aandelenmarkt een goede manier is voor langetermijnbeleggers om hun koopkracht te vrijwaren. Heel wat beleggers blijven niettemin bezorgd en vragen zich af of dit het juiste moment is om in te stappen. De ervaring leert ons dat de markt “timen” onmogelijk is. Wat wél zeker is, is dat **bij 5% inflatie per jaar, cash in tien jaar tijd 40% van zijn koopkracht verliest.**

“Mensen die cash of daarmee vergelijkbare activa aanhouden, voelen zich vandaag vaak gerust. Dat is onterecht. Zij hebben gekozen voor een barslecht actief op lange termijn, dat nagenoeg niets opbrengt en gegarandeerd in waarde daalt.” (Warren Buffett)

De meeste economen dachten aanvankelijk dat de inflatie aantrok doordat de coronapandemie de toevoerketens had verstoord. Er waren tal van tekenen van acute schaarste, dus gingen experts er begin 2021 van uit dat de inflatie tijdelijk zou zijn¹. Twaalf maanden later zijn diezelfde experts niet meer zo zeker van hun stuk. Henry Curr, redacteur bij *The Economist*, schreef recent dat er mogelijk een nieuwe wereld met hogere inflatie aankomt. Hij merkte ook op dat, zoals uit onderstaande grafiek blijkt, de inflatie mogelijk niet louter vanuit de aanbodzijde wordt aangejaagd, maar de pandemie en de beleidsreactie daarop de vraag naar goederen fors hebben aangezwengeld. Aan hun woning gekluisterde Europese en Amerikaanse consumenten, die hun geld niet konden uitgeven aan diensten en soms van de overheid extra cash kregen toegestopt, lieten het geld vrijuit rollen. Huisvesting, doe-het-zelfartikelen, elektronica en tot ieders verrassing tweedehandswagens waren bijzonder in trek en werden flink duurder.

¹ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/01/21/supply-bottlenecks-are-pushing-up-costs-for-manufacturers>



De toegenomen vraag naar goederen in de VS en Europa leidde tot een fikse stijging van de Chinese export, een explosie van de elektriciteitsvraag in China en uiteindelijk hogere energieprijzen in de hele wereld. De inflatiepiek kan nog altijd tijdelijk blijken als het aanbod de vraag bijbeent en/of de globale vraag sterk daalt, maar dat wordt steeds onwaarschijnlijker nu de inflatie zichzelf begint te voeden via hogere looneisen van werknemers en prijsverhogingen door bedrijven. Als de inflatie structureel wordt, is het interessant om te verstaan waarom de **wereldwijde aandelenmarkten** langetermijnbeleggers meestal een behoorlijke bescherming bieden. In onze nieuwsbrief over het derde kwartaal van 2021² merkten we op dat de uitstekende prestaties van de voorgaande maanden vooral te danken waren aan een sterk winstherstel en niet aan hogere waarderingratio's. Op lange termijn ligt de waardering van aandelen wereldwijd doorgaans tussen 10 en 20 maal de toekomstige winst. Er zijn korte periodes waarin de aandelenmarkten duurder zijn, zoals tijdens de internetzeepbel van 1999, of goedkoper, zoals na de crash in 2008, maar die duren meestal maar een of twee jaar. **Over langere periodes is de enige factor die bepaalt hoe een aandeel presteert de winstgroei**, want de toekomstige inkomstenstromen komen de aandeelhouders toe. Met eenvoudige wiskunde kan het verband tussen aandelenrendement, winstgroei en uiteindelijk inflatie worden uitgelegd aan de hand van deze drie formules:

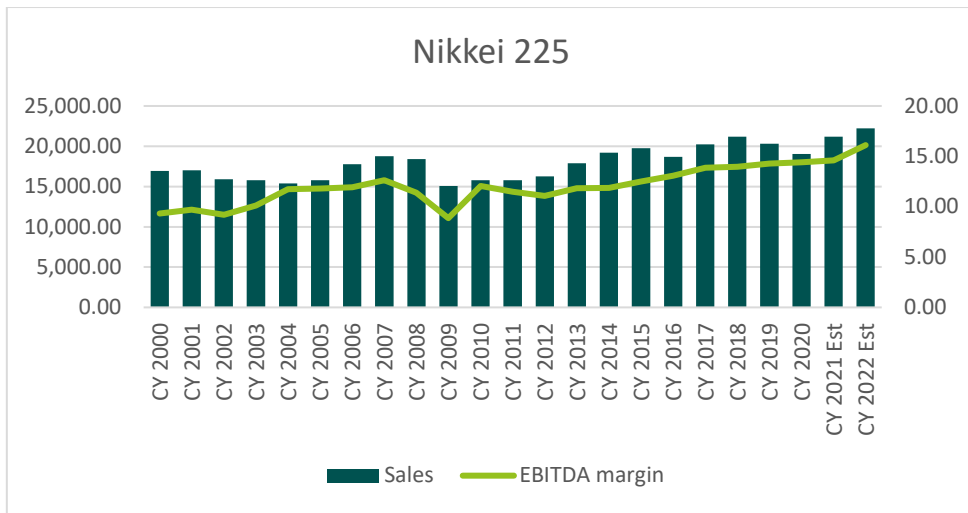
$$\text{Totaal aandelenrendement} \cong (\text{Winstgroei} \times \text{verandering in waarderingratio}) + \text{dividend}$$

$$\text{Winstgroei} \cong \text{Omzetgroei} \times \text{evolutie van de marge}$$

$$\text{Omzetgroei} \cong \text{Volumegroei} \times \text{Prijsverhoging (inflatie)}$$

We kunnen ook empirisch vaststellen dat op alle grote markten de winstgroei de afgelopen twintig jaar opmerkelijk goed stand heeft gehouden. Als we naar de Nikkei 225 kijken, zien we dat de bedrijven in de index over die twintig jaar een langzame, maar stabiele omzetgroei en stijgende marges hebben gerealiseerd, die uiteindelijk tot solide winstgroei hebben geleid.

² https://treetopprivate.be/sites/default/files/2021-10/3Q21%20Brief%20van%20de%20Beheerder%20JB_1.pdf

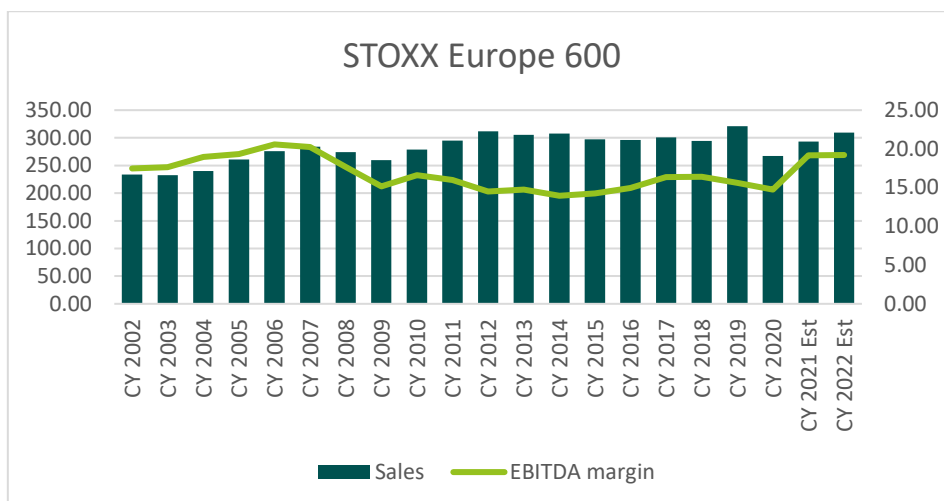


Bron: Bloomberg

Interessant is dat de gestage winstgroei in Japan gepaard ging met een daling van de brede markt en de koers-winstverhouding van de Nikkei 225 vandaag op een dieptepunt staat. Wij zijn zeker geen expert in Japanse aandelen en zouden nooit aanbevelen om in een specifieke regio te beleggen, maar die lage ratio's bieden ons enige gemoedsrust, want Japan maakt nog altijd een aanzienlijk deel uit van mondiale indices.



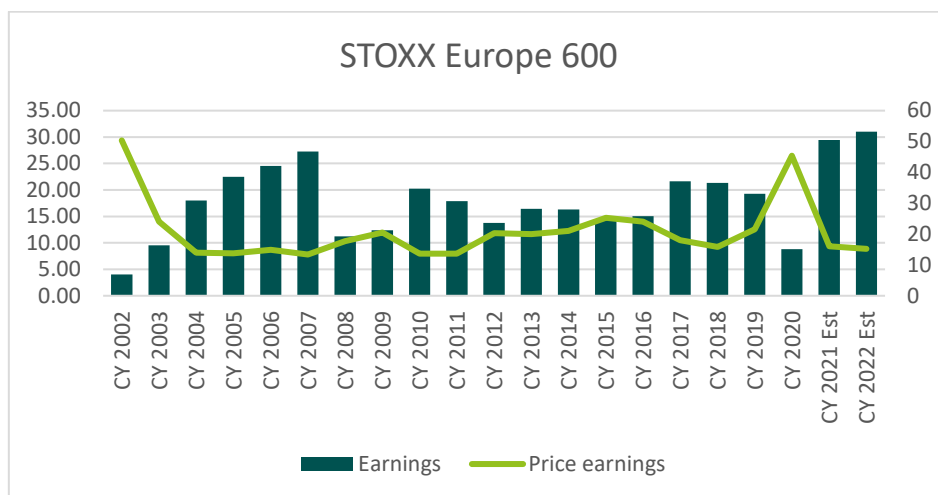
In Europa is de situatie sinds de financiële crisis in 2008 helaas problematischer, met net zoals in Japan lage omzetgroei, maar ook druk op de marges. Daardoor was de winstgroei er ongelijkmatig en ondermaats.



Bron: Bloomberg

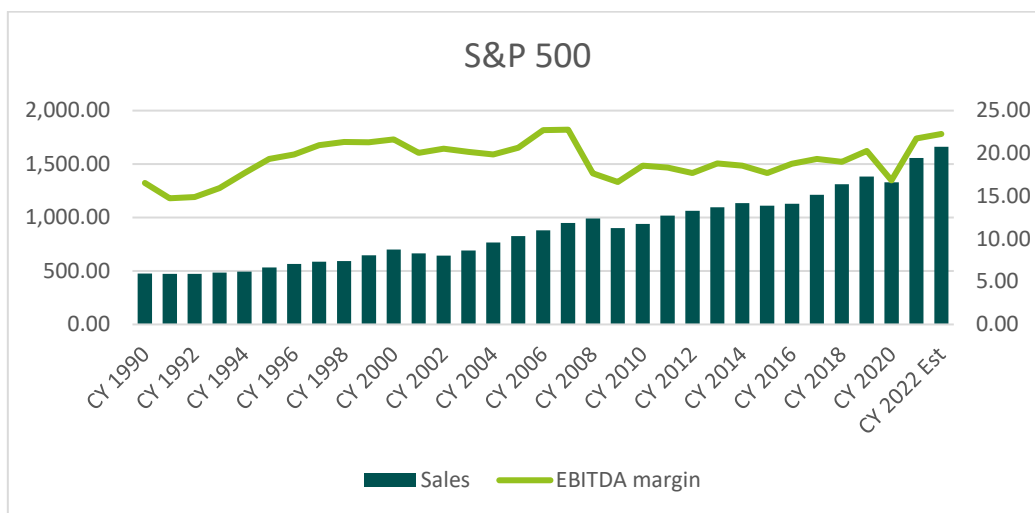
Analisten verwachten dat de bedrijfswinsten van de STOXX Europe 600 pas dit jaar boven het niveau van 2007 uitkomen, dertien jaar na de financiële crisis! De winstgroei en de algemene marktontwikkeling waren in Europa

weliswaar niet aantrekkelijk, maar de markt noteert er tegen bodemwaarderingen en hopelijk stelt 2021 een einde aan de winstarmoede in Europa.



Bron: Bloomberg

De laatste en gezien zijn gewicht in mondiale indices belangrijkste component, de Amerikaanse markt, heeft afgelopen jaar zijn positieve trend sinds de financiële crisis van 2009 doorgetrokken en uitstekend gepresteerd. Zoals onderstaande grafiek toont, waren er de voorbije twee decennia stabiele EBITDA-marges en omzetgroei en zal na een moeilijk 2020 door de pandemie en de verschillende lockdowns, 2021 een prima jaar blijken voor Amerikaanse beursgenoteerde aandelen. Een belangrijke vaststelling voor langetermijnbeleggers is dat de EBITDA-marges in de Amerikaanse markt naar verwachting slechts zullen terugkeren naar het niveau van medio de jaren negentig en de winsten van Amerikaanse bedrijven ook na de recente stijging niet echt buitensporig hoog lijken.



Bron: Bloomberg

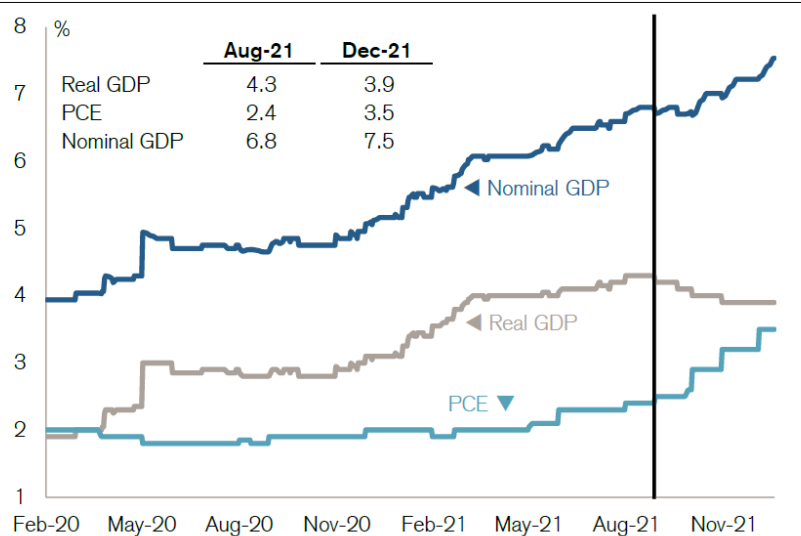
Zoals we op onderstaande grafiek zien, zijn de waarderingen op de Amerikaanse markt dit jaar zelfs gedaald en nu goedkoper dan eind 2020. De ratio's zijn hoger dan in de tien jaar na de financiële crisis van 2009, maar niet overdreven hoog in vergelijking met de afgelopen dertig jaar.



Bron: Bloomberg

Zakenbank Credit Suisse trok in een recent rapport³ haar vooruitzichten voor de S&P 500 voor 2022 op tot een rendement van iets meer dan 10%. Dergelijke prognoses houden zelden lang stand en zijn dan ook met een stevige korrel zout te nemen, maar uit hoe ze tot stand komen valt wel iets te leren. De redenering van de analisten van Credit Suisse is dat de groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie de afgelopen twaalf maanden systematisch werden opgetrokken, eerst omdat de economie veel sneller van corona herstelde dan verwacht, nadien omdat de inflatie aantrok en de nominale groei hoger stuwde. Wij staan sceptisch tegenover kortetermijnvoorspellingen over de aandelenmarkten, maar die benadering lijkt ons toch geldig voor de langere termijn.

Consensus Projections for 2022 Real and Nominal GDP and PCE



2022 nominal GDP is projected to expand 7.5% (3.9% real and 3.5% inflation)

Real GDP forecasts have fallen over the past 4 months

Source: BEA, the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

We kunnen besluiten dat de uitstekende prestaties van de wereldwijde aandelenmarkten in de voorbije 18 maanden⁴ niet noodzakelijkerwijs betekenen dat we een piek bereikt hebben. Een aanzienlijk deel van het rendement is op het conto te schrijven van het sterke herstel van de economie en de bedrijfswinsten na de terugval door de coronapandemie, dus zijn de wereldwijde aandelenmarkten – zeker in vergelijking met andere activaklassen, zoals obligaties – niet echt duur. Voor de nabije toekomst zien wij tekenen dat de activiteit op een hoog peil zal blijven, zoals de sterke toename van de vraag naar goederen, die de economie en de bedrijfswinsten op een niveau hoger kan

³ U.S Equity Strategy Navigator, januari 2022

⁴ Marktgedrag in het verleden voorspelt in geen geval toekomstig marktgedrag.

tillen⁵. Voor langetermijnbeleggers bieden de wereldwijde aandelenmarkten ook een bescherming tegen inflatie, wat cruciaal is in deze tijden van stijgende prijzen.

Als u vragen hebt over onze beleggingsstrategie, neem dan zeker contact op met ons. Wij wensen u een gelukkig nieuwjaar en veel beleggingssucces.

2. Onze overtuigingen

Onze strategie begon het jaar ijzersterk, maar stelde in de laatste maanden enigszins teleur. Enkele van onze beleggingen gaven een deel van hun winst weer prijs, zoals **CHINASOFT INTERNATIONAL**, **FUFENG** en **INDIABULLS HOUSING FINANCE**. Een aantal langlopende posities deed het beter, zoals **ASHTEAD** en **ALIMENTATION COUCHE-TARD**, maar dat volstond niet om de zwakke prestaties van andere aandelen goed te maken. Die stelden teleur, maar hebben wel nog steeds solide fundamentele factoren en noteren tegen redelijke waarderingen.

Een belangrijke wijziging die we de voorbije maanden doorvoerden, is dat we een aantal van onze beleggingen (vooral bedrijven die werden overgenomen zoals **ZOPLUS** en **NORWEGIAN FINANS HOLDING**) hebben vervangen door leden van de “Dogs of the Dow”. “De Dogs of the Dow” is een soort indexstrategie waarbij eenmaal per jaar de tien aandelen uit de Dow Jones Industrial Average-index die het hoogste dividend uitkeren, worden samengebracht in een beleggingsportefeuille. De keuze om voor een deel van de portefeuille die strategie te hanteren, is ingegeven door verschillende elementen. Ten eerste heeft de strategie een goed trackrecord op lange termijn – de afgelopen jaren en op langere termijn versloeg zij de meeste markten. Ten tweede is zowel onze strategie als die van mijn collega’s Andrew Dalrymple en Sharon Bentley-Hamlyn meestal sterk overwogen in groeiaandelen en small- en midcaps. We hebben elk onze eigen voorkeuren, ik voor Aziatische groeibedrijven, Andrew voor Amerikaanse technologiebedrijven en medische technologie en Sharon voor Europese groeiaandelen, maar spitsen ons geen van allen toe op grote Amerikaanse waarde aandelen. Door de marktontwikkelingen van de afgelopen jaren wegen nu zelfs in mondiale indices de sterk gestegen Amerikaanse groeiaandelen aanzienlijk door. De “Dogs of the Dow” bestaat daarentegen uitsluitend uit waarde aandelen met een grote marktkapitalisatie. Ook al spreken die minder tot de verbeelding dan sommige groeiaandelen, denken wij dat de strategie het algemene aanbod van TreeTop evenwichtiger zal maken.

Ten derde zal de “Dogs of the Dow”, dankzij zijn focus op grote bedrijven met hoge dividenden, hopelijk een stabiel rendement opleveren als de economische cijfers zouden verslechteren. De tien componenten van de strategie voor 2022 die in onderstaande tabel vermeld staan, zijn vooral bekende namen zoals **COCA-COLA** en **IBM**. De meeste aandelen noteren tegen een koers-winstverhouding van minder dan 15, uitgezonderd **COCA-COLA** (K/W 26) en **3M** (K/W 18). Elk aandeel heeft ook een dividendrendement van meer dan 2%.

⁵ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

Bedrijf		2021		Bedrijf Beschrijving
Ticker	Naam	K/W	Dividendrend.	
DOW US	Dow Inc	6.5	4.8	Dow Inc. produceert en verdeelt chemische producten. Het bedrijf maakt en verkoopt chemicaliën voor spuitgiettoepassingen, architectuur, leder, textiel, auto's, rubberen consumptiegoederen en de voedingsindustrie. Dow heeft klanten over de hele wereld.
VZ US	Verizon Communications Inc	10.0	4.7	Verizon Communications Inc. is een geïntegreerd telecommunicatiebedrijf dat spraak en datadiensten over vaste lijn, draadloze diensten en internetdiensten aanbiedt en telefoongidsen publiceert. Het bedrijf levert ook netwerkdiensten aan de federale overheid, zoals zakelijke telefoonlijnen, datadiensten, telecommunicatieapparatuur en telefooncellen.
IBM US	International Business Machines Corporation	13.7	4.8	International Business Machines Corporation (IBM) biedt computeroplossingen. Het bedrijf levert diensten rond applicaties, advies en ondersteuning inzake technologie, procesontwerp en -uitvoering, cloud, digitaal werken en netwerken, evenals oplossingen rond zakelijke robuustheid, strategie en ontwerp. IBM heeft klanten over de hele wereld.
CVX US	Chevron Corp	14.4	4.4	Chevron Corporation is een geïntegreerd energiebedrijf met activiteiten in landen over de hele wereld. Het bedrijf produceert en vervoert ruwe aardolie en aardgas. Chevron raffineert, verkoopt en verdeelt ook brandstoffen en is betrokken bij chemische activiteiten, mijnbouw, elektriciteitsopwekking en energiediensten.
WBA US	Walgreens Boots Alliance Inc	10.8	3.6	Walgreens Boots Alliance, Inc. is een keten van apotheken die zowel geneesmiddelen op en zonder voorschrift als algemene producten verkopen. Het bedrijf biedt ook gezondheidsdiensten aan, waaronder eerstelijns- en acute zorg, welzijnsdiensten, geneesmiddelen- en ziektebeheer, en gezondheid en fitness. Walgreens Boots Alliance bedient klanten in de Verenigde Staten.
MRK US	Merck & Co Inc	13.3	3.4	Merck & Co., Inc. is een wereldwijd gezondheidszorgbedrijf dat gezondheidsoplossingen aanbiedt met zijn geneesmiddelen op voorschrift, vaccins, biologische therapieën, diergeneeskundige producten en verzorgingsproducten, die het zowel rechtstreeks als via joint ventures op de markt brengt. Het bedrijf is actief in farmaceutica, diergeneeskundige producten en verzorgingsproducten.
AMGN US	Amgen Inc	13.5	3.1	Amgen Inc. is een onafhankelijk biotechbedrijf dat geneesmiddelen voor ernstige ziekten onderzoekt, ontwikkelt, vervaardigt en verkoopt. Het bedrijf legt zich toe op menselijke geneesmiddelen en concentreert zich op innovatieve nieuwe geneesmiddelen op basis van cellulaire en moleculaire biologie.
MMM US	3M Co	18.3	3.3	3M Company is actief in elektronica, telecommunicatie, industrie, consumptie- en kantoorartikelen, gezondheidszorg, veiligheid en andere markten. De verschillende bedrijven van de groep delen technologieën, productiefaciliteiten, marketingkanalen en andere voorzieningen. 3M heeft klanten over de hele wereld.
KO US	Coca-Cola Co/The	26.3	2.8	The Coca-Cola Company produceert, verkoopt en verdeelt frisdrankconcentraten en siropen. Het bedrijf verdeelt en verkoopt ook fruitsappen en -dranken. Coca-Cola verdeelt zijn producten bij klein- en groothandelaars in de Verenigde Staten en de rest van de wereld.
INTC US	Intel Corp	10.1	2.6	Intel Corporation ontwerpt, vervaardigt en verkoopt computercomponenten en aanverwante producten. Tot de belangrijkste producten van het bedrijf behoren microprocessors, chipsets, ingebedde processoren en microcontrollers, flashgeheugen, software voor grafische toepassingen, netwerken en communicatie en systeembeheer, en producten voor teleconferenties en digitale beeldvorming.

Naast de “Dogs of the Dow” blijven we ook overal ter wereld uitkijken naar interessante bedrijven en onze bestaande posities beheren. We blijven samen met het management van **FUFENG** werken aan meer waarde voor externe aandeelhouders. **FUFENG** zit sinds lang in onze portefeuille en kon zijn geslaagde consolidatie van de aminozurensector in China nog niet omzetten in een bevredigend aandeelhoudersrendement. Positief is wel dat het management heeft besloten de dividenduitkering flink op te trekken en systematisch inzet op operationele uitmuntendheid. Net zoals bij andere posities die aanvankelijk teleurstelden, zoals **ZOPLUS**, hopen wij dat ons geduld uiteindelijk zal lonen. Ook **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, een toonaangevende vastgoedfinancier in India, kreeg rake klappen van een vastgoedcrisis in India, gevolgd door een bankencrisis en tot slot corona. De meeste managers zouden zoveel tegenslag niet overleven en een aantal Indiase concurrenten ging inderdaad overkop. Nu het schip veilig door een orkaan van categorie vijf geloodst is, heeft het management van **INDIABULLS HOUSING FINANCE** volgens ons een goede kans om de schade te herstellen.

We hebben ook nog altijd omvangrijke posities in onze eerdere winnaars, zoals **UPLL**, een Indiaas herbicide- en pesticidebedrijf met een wereldwijde aanwezigheid, en **ASHTAD** en **UNITED RENTALS**, twee toonaangevende machineverhuurders in Noord-Amerika met een indrukwekkende operationele en financiële staat van dienst. Om de legendarische belegger Warren Buffett te parafraseren: “*Waarom een aandeel verkopen als het bedrijf nog altijd gezond is en er nog waarde te rapen valt?*”

We sluiten 2021 af met die wijze woorden van het orakel van Omaha en de hoop dat 2022 ons eerst en vooral een goede gezondheid brengt! En daarnaast veel interessante beleggingskansen.

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 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.
