



1. Economische en beursconjunctuur

Na een van de snelste dalingen van de afgelopen jaren maakte de aandelenmarkt in het tweede kwartaal ook een razendsnel herstel. Dat sterkt ons bij TreeTop in de overtuiging dat overhaaste beslissingen om te verkopen waarde vernietigen voor langetermijnbeleggers. Wij zijn voorzichtig optimistisch – in de meeste regio's daalt het aantal nieuwe besmettingen gestaag en versoepelt de overheid beetje bij beetje de lockdown. De impact van deze gezondheids crisis op onze samenlevingen is echter ongemeen groot en namens heel TreeTop wil ik iedereen die erdoor getroffen wordt een hart onder de riem steken. Ik bedank ook persoonlijk al onze cliënten voor hun blijvend vertrouwen in deze volatiele tijden en onze medewerkers voor hun vele inspanningen om onze cliënten bij te staan.

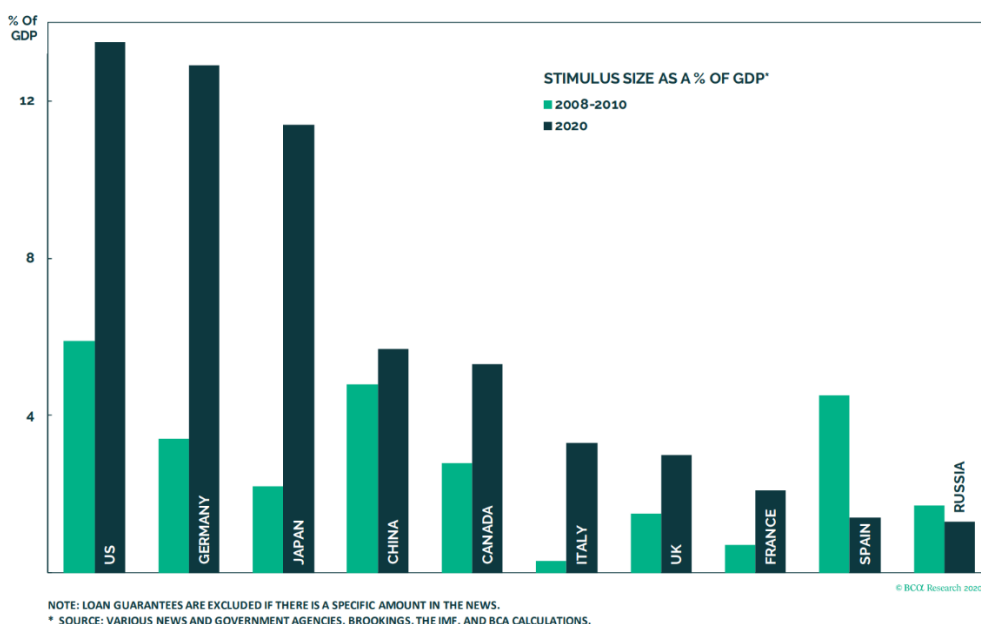
Nu de situatie wereldwijd lijkt te verbeteren, beginnen banken, overheden en denktanks de economische gevolgen van de crisis in te schatten en een beleid uit te werken om het herstel aan te wakkeren. Volgens een schatting van *The Economist* uit juni zou het bbp in 2020 jaar op jaar met 1% toenemen in China, met 3,8% krimpen in de VS en met 8% krimpen in de eurozone. Het definitieve cijfer blijft koffiedik kijken, maar geen enkele econoom verwacht in 2020 enige groei buiten Azië.

	CHINA	VS	EUROZONE	VISIE TREETOP
bbp-ontwikkeling 2020 vs. 2019 (in %)	+1%	-3,8%	-8%	China kreeg het virus als eerste onder controle en lijdt wellicht de minste economische schade
Lopende rekening in % van het bbp voor 2020	+0,8%	-1,9%	+1,8%	De VS zullen moeten blijven lenen bij de rest van de wereld
Begrotingstekort voor 2020	-6%	-14%	-8,2%	Alle overheden zullen op grote schaal geld lenen
Tienjaarsrente staatsobligaties	2,5%	0,8%	-0,3%	De rente is in de VS en de eurozone historisch laag en door de kwantitatieve versoepeling van de centrale banken blijft dat wellicht ook zo

Bron: *The Economist*

De gezondheids crisis heeft ook geleid tot hogere overheidsbestedingen en begrotingstekorten. De onderstaande grafiek toont een schatting van onderzoeksbureau BCA van de omvang van de begrotingsstimuli in de hele wereld. Die gaat van minder dan 2% van het bbp in Rusland tot meer dan 12% in de VS. De overheidsbestedingen zijn ongezien groot en gaan veel verder dan in 2009. Die massale stimuli kunnen de wereldeconomie en activakoersen op korte termijn ondersteunen, maar worden gefinancierd met extra schulden. Europese landen, de VS, Japan en China kunnen dankzij hun economische slagkracht hun tekorten financieren met aankopen door hun centrale banken. Landen zoals Rusland, India en Brazilië moeten echter voorzichtig zijn dat ze hun bestaande problemen niet verergeren door een valutacrisis te ontketenen.

Global Fiscal Policy Relief: Will It Be Enough?



Bron: BCA Research

Het agressiefste verruimingsbeleid staat op het conto van de Federal Reserve (de Fed), de centrale bank van de Verenigde Staten. Om de kredietstroom naar de Amerikaanse economie op peil te houden, verlaagde zij de beleidsrente tot bijna nul en begon ze grote hoeveelheden Amerikaanse staatsobligaties op te kopen. Bovendien startte de Fed voor het eerst een programma voor directe kredietverstrekking aan Amerikaanse bedrijven. Daardoor konden ondernemingen in moeilijkheden, zoals cruisevaartmaatschappijen, de pandemie overleven. Door die maatregelen is de balans van de Fed aangegroeid van 3,9 biljoen USD medio maart tot 6,1 biljoen USD in juni¹. Europa reageerde wat trager, met grote verschillen tussen de landen. Ook de Europese Centrale Bank heeft er echter voor gezorgd dat de staatsobligatierente zeer laag blijft. Bovendien voeren de Europese partners nu actieve gesprekken over een gemeenschappelijk begrotingsprogramma om de gevolgen van de crisis aan te pakken.

Die agressieve overheidsbestedingen waren volgens ons noodzakelijk om een wereldwijde depressie te vermijden. Zonder steun van de overheid zouden de lockdownmaatregelen tot een tsunami van banenverlies en faillissementen hebben geleid. Dat zou een neerwaartse spiraal van afnemend vertrouwen en teruglopende investeringen op gang hebben gebracht, met mogelijk nog meer ontslagen en faillissementen tot gevolg. Het agressieve monetaire beleid zal echter **verstreckende gevolgen hebben voor beleggers**. Ten eerste blijft de rente wellicht lange tijd laag om de zware schuldenlast van overheden, huishoudens en bedrijven draaglijk te houden. Dat is doorgaans een goede zaak voor de aandelenmarkt, maar voor obligatiebeleggers is de toekomst minder duidelijk – de meeste staatsobligaties en bedrijfsobligaties van kwaliteit leveren zo goed als geen rente op. Tegelijk kan, zoals uit onderstaande tabel blijkt, de kleinste stijging van de rente snel tot aanzienlijke kapitaalverliezen op staatsobligaties leiden. Staatsobligaties zullen alleen winst opleveren als de rente ver onder nul duikt. In theorie kan dat, maar het zou banken verplichten om rente aan te rekenen op hun deposito's en dat is in de praktijk niet zo evident.

¹ <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/> Copyright 2020 The Brookings Institution

1-YEAR TOTAL RETURN OF 10-YEAR GOVERNMENT BONDS AT DIFFERENT TARGET RATES						
TARGET RATE	US	GERMANY	FRANCE	SWITZERLAND	JAPAN	UK
2.0%	-9.2%	-19.4%	-16.2%	-19.3%	-15.6%	-14.0%
1.5%	-5.3%	-16.0%	-12.6%	-15.9%	-12.0%	-10.4%
1.0%	-1.2%	-12.3%	-8.8%	-12.2%	-8.2%	-6.5%
0.5%	3.3%	-8.8%	-5.0%	-8.6%	-4.2%	-2.3%
0.0%	7.7%	-4.2%	-0.4%	-4.0%	0.3%	2.1%
-0.5%	12.5%	0.3%	4.2%	0.5%	4.9%	6.8%
-1.0%	17.5%	5.1%	9.0%	5.2%	9.8%	11.7%
-1.5%	22.9%	10.1%	14.1%	10.2%	14.9%	16.9%
-2.0%	28.4%	15.4%	19.5%	15.6%	20.3%	22.4%

NOTE: CIRCLES DENOTE LIKELY RETURN IN SEVERE RECESSIONS.
 EXPECTED ONE YEAR TOTAL RETURN ASSUMES THAT THE 10-YEAR YIELD REACHES THE TARGET RATE FROM CURRENT LEVELS; CALCULATED AS THE SUM OF YIELD, ROLLDOWN AND EXPECTED PRICE RETURN BASED ON CURRENT DURATION AND CONVEXITY.

Bron: BCA Research

Een tweede belangrijk gevolg van deze crisis is dat beleggers zullen moeten diversifiëren, zowel geografisch als sectoraal. Ondanks de agressieve overheidsmaatregelen zullen sommige regio's en bedrijven wellicht zware financiële moeilijkheden krijgen. De **mondiale beleggingsaanpak** van TreeTop is van nature breed gespreid, zonder in te boeten aan rendementspotentieel op lange termijn. Onze systematische focus op Azië heeft in 2020 geloond, want China was het eerste land dat zijn zelfopgelegde economische lockdown weer afschudde. Daardoor groeide de economie er sterker en presteerden aandelen er beter dan in andere delen van de wereld. Zoals onderstaande grafiek toont zette de MSCI China (geel) van alle grote markten een van de beste resultaten neer en overtrof hij de S&P 500 (oranje) en de MSCI Europe (groen).

PRESTATIE VAN DE AANDELENINDICES WERELDWIJD SINDE JANUARI



Bron: Bloomberg

Samengevat hebben de meeste landen de juiste maatregelen genomen om een volledige economische implosie te voorkomen en het verdienvermogen van bedrijven op lange termijn te vrijwaren. Dat is goed nieuws voor de wereldwijde aandelenmarkt, dat zich vertaalt in de winstverwachtingen van indices overal ter wereld. Volgens Bloomberg is de consensusverwachting dat de winst per aandeel in vergelijking met de afgelopen twaalf maanden de komende twaalf maanden 'slechts' 10% lager zal liggen voor de S&P 500, 6% hoger zal uitkomen voor de MSCI China en 4% lager zal zijn voor de MSCI Europe. Aandelen zijn duurder dan enkele weken geleden, maar lijken niet overgewaardeerd. De MSCI Europe noteert tegen 19 maal, de S&P 500 tegen 23 maal en de MSCI China tegen

15 maal de winst over de komende twaalf maanden. Om al die redenen zijn wij nog altijd van mening dat aandelen wereldwijd voor langetermijnbeleggers een van de beste financiële activa zijn².

2. Onze overtuigingen

De meeste van onze beleggingen hebben de afgelopen drie maanden gelukkig een groot deel van hun verliezen weer goedge maakt. Dat bewijst dat het, net zoals voor de markt in zijn geheel geldt, geen goed idee is om een goed bedrijf in paniek te verkopen. **ASHTAD** en **UNITED RENTALS**, de grootste materieelverhuurders in Noord-Amerika, zijn sinds hun dieptepunt van medio maart meer dan in waarde verdubbeld. De bouwsector blijft het beter doen dan de rest van de economie en politici maken plannen voor grote infrastructuurwerken. Het aandeel van **IWG** (vroeger Regus) beleefde een zeer turbulente periode, maar maakte eveneens een groot deel van zijn recente verliezen weer goed. Het bedrijf wil zijn solide balans en koppositie in de uitbesteding van kantoren inzetten om enkele failliete concurrenten over te nemen. Het flexibele externe kantorennetwerk van **IWG** kan wel eens een ideale oplossing blijken voor de wereld na de pandemie. Het omvat gebouwen in steden, maar ook in kleinere gemeenten en op het platteland, wat interessant kan zijn voor grote bedrijven die hun werknemers geografische flexibiliteit willen bieden. **NORWEGIAN FINANS**, de grootste verstrekker van consumentenkrediet in Scandinavië, is sterk opgeveerd doordat de regio, en met name Noorwegen, zowel het virus als de economische schade goed heeft weten in te perken. Met zijn solide balans en uitstekende kostenstructuur zal dit bedrijf volgens ons marktaandeel kunnen veroveren op zijn zwakkere concurrenten. De meeste van onze beleggingen in China hebben het in vergelijking met de rest van de wereld dit jaar zeer goed gedaan, aangezien dat land als eerste zijn lockdown versoepelde en de economie er goed hersteld is. **VIPSHOP**, China's grootste online kledingdiscounter, blijft het goed doen en profiteert wellicht van de behoefte van merken om overtollige voorraden van de hand te doen. **MAN WAH**, de grootste fabrikant van relaxzetels, vaart wel bij de trend dat consumenten na een langdurig gedwongen thuisverblijf hun interieur opwaarderen.

Een voor ons zeer interessante ontwikkeling in de voorbije maanden was de opleving van de markt voor converteerbare obligaties. Verschillende bedrijven gaven dergelijke obligaties uit als alternatief voor de volatiele aandelenmarkten en dure hoogrentende obligaties. Er waren grosso modo twee soorten uitgaven van converteerbare obligaties: die van bedrijven in problemen die hun balans wilden herstellen en die van groeibedrijven die kapitaal ophaalden voor ontwikkelingskansen. Bij TreeTop zetten we vooral in op die laatste categorie en proberen we bedrijven in moeilijkheden te vermijden, zeker als hun bedrijfsmodel onder druk staat. We openden nieuwe posities in enkele converteerbare obligaties: **TRICIDA**, een opkomend biotechbedrijf met een veelbelovende behandeling voor chronische nierziekte, **COHERUS BIOSCIENCES**, een toonaangevende Amerikaanse fabrikant van biosimilaire geneesmiddelen, en **BAOZUN**, de grootste consultant in digitalisering en e-commerce voor merken in China. Die drie converteerbare obligaties hebben volgens ons een aantrekkelijke risico- en rendementsverhouding², want ze bieden een beetje rente en de onderliggende bedrijven zijn gezond, terwijl de obligatiebodem beschermt tegen waardedalingen. Ze noteren ook met een lage conversiepremie en de onderliggende bedrijven hebben veel groeimarge, zodat het aandeel flink hoger kan koersen².

BAOZUN is een toonaangevende e-commercepartner en consultant voor lokale en internationale merken in China. Het bedrijf werd opgericht in 2007 door Qiu Wenbin, een voormalige student van de prestigieuze Tsinghua University, na een geslaagde ervaring met de ontwikkeling van een e-commercekanaal voor het Nederlandse Phillips. Phillips werd **BAOZUN's** eerste klant, maar al snel volgende andere klanten, onder meer Li Ning, een van de grootste merken van sportkleding in China. **BAOZUN** kwam in een stroomversnelling dankzij een instap in het kapitaal van Alibaba (het Chinese Amazon) in 2010, die het bedrijf meer financiële armslag én bevoorrechte toegang tot e-commercegegevens gaf. Vandaag werkt **BAOZUN** voor ruim 200 merken en is het de grootste speler in zijn sector. Dankzij die dominante positie kan **BAOZUN** merken een kant-en-klare multikanaaloplossing aanbieden die al hun e-commercebehoeften vervult, van digitale marketing tot logistiek. Wij volgen het bedrijf al een tijdje, maar hadden er

² Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd

om twee redenen nog niet in belegd: het aandeel was altijd zeer duur en het bedrijf had lage marges en geen duidelijk plan om die op te trekken. Gelukkig voor ons is het aandeel de afgelopen maanden fors teruggevallen en besliste het bedrijf om groeikapitaal op te halen door een converteerbare obligatie uit te geven. Dat bood ons een buitenkans om tegen een redelijke waardering in een zeer interessant bedrijf te stappen. **BAOZUN** heeft de voorbije maanden, naarmate het aan schaal won, ook bewezen dat het zijn marges kan opkrikken. Het bedrijfsmodel bleek tijdens de pandemie zeer goed stand te houden en genereerde omzetgroei in een periode waarin de meeste bedrijven het door de lockdown moeilijk hadden.

COHERUS BIOSCIENCES is een fabrikant van biosimilaire geneesmiddelen uit Silicon Valley in Californië met een marktkapitalisatie van 1,3 miljard USD. Het werd opgericht in 2010 door Denis Lanfear, de huidige CEO en voorzitter, en is dankzij de ontwikkeling en verkoop van biosimilaire geneesmiddelen van een kleine start-up vervaardigd tot een bedrijf met 450 miljoen USD omzet en 100 miljoen USD winst. Biosimilaire geneesmiddelen zijn een nieuwe categorie, tussen generische en innovatieve geneesmiddelen in. Dit nieuwe geneesmiddelengeslacht is ontstaan doordat de meeste recente innovatieve geneesmiddelen niet langer eenvoudige chemische moleculen, maar complexe biologische verbindingen zijn. Door de complexiteit van die biologische verbindingen ontstond de mogelijkheid om moleculen te maken die een even efficiënte behandeling garanderen, maar een net iets andere samenstelling hebben en dus niet volledig onder de octrooibeschermt vallen³. Ze zijn aantrekkelijk voor de patiënt, want ze zijn doorgaans veel goedkoper dan de originele biologische verbinding, maar werken even goed. Biosimilaire geneesmiddelen zijn meestal ook interessanter voor farmaceuticabedrijven dan gewone generische geneesmiddelen, want ze zijn moeilijker te ontwikkelen en vergen meer juridisch en wetenschappelijk ontwikkelingswerk, waardoor de instapdrempel gewoonlijk hoger en het prijszettingsvermogen groter is. Analisten verwachten dat de markt voor biosimilaire geneesmiddelen zal groeien van circa 11 miljard USD tot 35 miljard USD in 2025⁴ en wij denken dat **COHERUS BIOSCIENCES** sterk van die trend zou kunnen profiteren. Het bedrijf heeft de afgelopen jaren aangetoond met succes een biosimilaire geneesmiddel op de markt te kunnen brengen, snel marktaandeel te kunnen veroveren en dat ondanks nieuwe concurrenten ook te kunnen vasthouden. Het heeft ook een sterke pijplijn aan geneesmiddelen met een aanzienlijk omzetspotentieel, terwijl het dalingsrisico beperkt is aangezien de geneesmiddelen in de pijplijn in de huidige koers tegen minimale waarde verrekend zijn.

Tot slot hebben we ook een positie geopend in de converteerbare obligatie van **TRICIDA**, een Amerikaans farmaceuticabedrijf met een potentieel revolutionaire behandeling voor chronische nierziekte. Chronische nierziekte is een van de meest voorkomende en duurste ziektes ter wereld. In de VS alleen lijden er naar schatting 30 miljoen mensen aan. In de beginfase kunnen de meeste mensen zonder al te veel aanpassingen met de aandoening leven, maar in gevorderde fasen moeten patiënten hun voedingspatroon ingrijpend veranderen en vaak meermaals per week een dialyse ondergaan, een dure, pijnlijke en tijdrovende procedure. De afgelopen jaren heeft **TRICIDA** een polymeer ontwikkeld voor orale inname dat verschillende symptomen lijkt te verlichten bij de ziekste patiënten⁵. Het bedrijf heeft al met succes een fase III klinische studie afgewerkt en doorloopt momenteel een laatste versneld goedkeuringsproces bij de FDA. Wat dit financieel precies voor het bedrijf zal betekenen is zeer moeilijk in te schatten, maar op dat vlak zijn converteerbare obligaties handig. Farmaceutische bedrijven zijn zeer aantrekkelijke kandidaten voor converteerbare obligaties, want hun bedrijfsresultaten zijn meestal alles of niets. Aandelen in deze sector schommelen doorgaans hevig, waardoor een klassieke belegging in aandelen zenuwslopend kan zijn. Converteerbare obligaties profiteren daarentegen gewoonlijk van de obligatiebodem, wat het dalingsrisico beperkt, maar capteren dankzij hun opties op de onderliggende aandelen ook het merendeel van de koersstijgingen. We hebben met deze techniek in het verleden al enkele uitstekende beleggingsresultaten behaald, denk maar aan **HORIZON PHARMACEUTICALS**, en we hopen dat zowel **TRICIDA** als **COHERUS BIOSCIENCES** hetzelfde veelbelovende traject zullen volgen.

³ Wie meer wil weten over biosimilaire en biologische geneesmiddelen raad ik aan om dit filmpje te bekijken: <https://www.youtube.com/watch?v=G3U7cmMWW0M>

⁴ <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/biosimilars-40.html>

⁵ Lezers met wetenschappelijke interesse kunnen meer informatie over het door Tricida ontwikkelde geneesmiddel Veverimer vinden op <https://www.tricida.com/veverimer/>

Samengevat blijven wij geloven in het potentieel van onze huidige beleggingen. Ook in deze nieuwe wereld streven CEO's en ondernemers ernaar hun klanten de beste oplossingen te bieden. Wij geloven dat vroeg of laat ook hun aandeelhouders daar de vruchten van zullen plukken.

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 2020

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.
