



1. Contexte économique et environnement de marché

Alors que le marché actions a connu l'une des contractions les plus rapides de ces dernières années, le deuxième trimestre a été marqué par un rebond tout aussi soudain, confirmant notre conviction chez TreeTop que vendre lors d'une panique détruit de la valeur pour l'investisseur à long terme. Nous sommes optimistes, mais restons prudents dans la mesure où le nombre de nouveaux cas continue de diminuer chaque jour dans la plupart des régions et où les gouvernements assouplissent progressivement les mesures de confinement. Cependant, l'impact de cette crise sanitaire sur nos sociétés ne doit pas être sous-estimé et nos pensées, chez TreeTop, vont à ceux qui ont été touchés par celle-ci. Je tiens à remercier personnellement l'ensemble de nos clients pour leur confiance constante tout au long de cette période incertaine ainsi que nos collaborateurs qui ont redoublé d'efforts pour répondre aux besoins de nos clients.

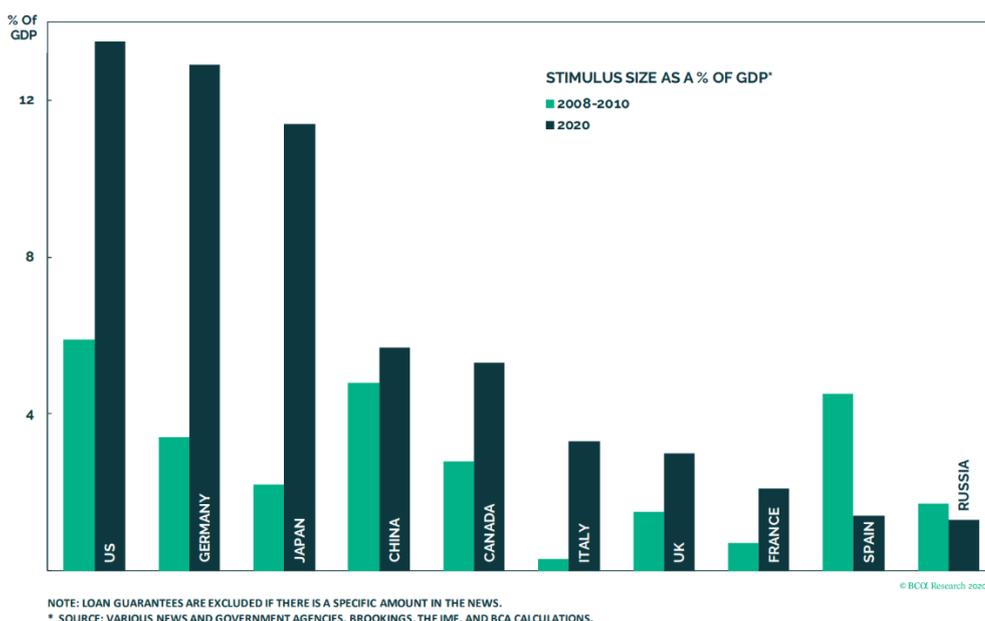
Alors que la situation liée à la pandémie mondiale semble s'améliorer, les banques, les gouvernements et les *think tanks* évaluent son impact économique et élaborent des politiques visant à amorcer le processus de reprise. À compter du mois de juin, *The Economist* estime que le PIB de la Chine progressera de 1 %, tandis que celui des États-Unis et de la zone euro se contractera de 3,8 % et 8 % sur un an en 2020. Si les chiffres définitifs restent incertains, aucun économiste ne prévoit une croissance positive en 2020 en dehors de l'Asie.

	CHINE	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	OPINION DE TREETOP
Variation du PIB en 2020 par rapport à 2019 (%)	+1 %	-3,8 %	-8 %	La Chine a été le premier pays à ralentir la propagation du virus et devrait être le moins touché sur le plan économique
Balance courante pour 2020 (en % du PIB)	+0,8 %	-1,9 %	+1,8 %	Les États-Unis devront continuer à emprunter auprès du reste du monde
Déficit budgétaire public pour 2020	-6 %	-14 %	-8,2 %	Tous les gouvernements auront recours à des programmes d'emprunt de grande ampleur
Taux d'intérêt des emprunts d'État à 10 ans	2,5 %	0,8 %	-0,3 %	Les taux d'intérêt aux États-Unis et dans la zone euro se sont établis à des plus bas historiques et l'assouplissement quantitatif des banques centrales devrait les maintenir à ce niveau

Source : *The Economist*

La crise sanitaire s'est également traduite par une hausse des dépenses publiques et des déficits. La société BCA Research a publié des estimations sur l'ampleur des mesures de relance budgétaire dans le monde, comme le montre le graphique ci-dessous. Les mesures de relance sont comprises entre moins de 2 % (Russie) et plus de 12 % du PIB aux États-Unis. Ce niveau de dépenses publiques est sans précédent et beaucoup plus élevé que celui affiché en 2009. À court terme, les mesures de relance massives pourraient soutenir l'économie mondiale ainsi que les prix des actifs, mais elles sont financées par une augmentation des emprunts. Les nations européennes, les États-Unis, le Japon et la Chine ont la capacité de financer les déficits par le biais des programmes d'achat des banques centrales, et ce, grâce à leur puissance économique. Cependant, des pays comme la Russie, l'Inde et le Brésil devront être prudents et ne pas créer de crise monétaire en plus des problèmes auxquels ils sont déjà confrontés.

Global Fiscal Policy Relief: Will It Be Enough?



Source : BCA Research

L'expansion monétaire la plus agressive a été prise par la Réserve fédérale des États-Unis (Fed), afin de maintenir les flux de crédit vers l'économie américaine. La Fed a abaissé son taux directeur à un niveau proche de zéro et a commencé à acheter un volume important d'emprunts d'État américains. En outre, elle a pour la première fois lancé un programme de prêt direct avec des entreprises américaines, qui a permis à celles en difficulté, comme les exploitants de bateaux de croisière, de survivre à la pandémie. Ces mesures ont fait passer le bilan de la Fed de 3 900 milliards de dollars mi-mars à 6 100 milliards de dollars en juin¹. En Europe, la réponse a été un peu plus lente et plus disparate. Toutefois, la Banque centrale européenne a fait en sorte que les taux d'intérêt des obligations d'états européens restent très faibles. De plus des discussions actives se tiennent actuellement entre les partenaires européens en vue de lancer un programme budgétaire commun afin de compenser l'impact de la crise.

Nous pensons que les programmes de dépenses agressifs mis en œuvre par les gouvernements étaient nécessaires pour éviter une dépression mondiale. Sans le soutien des États, l'arrêt de l'activité économique aurait entraîné des suppressions massives d'emplois ainsi que de nombreuses faillites. Cela aurait également initié un cercle vicieux d'un effondrement de la confiance et d'une baisse des investissements, et aurait pu se traduire par de nouveaux licenciements et d'autres faillites. Cependant, ces mesures monétaires agressives **auront des conséquences majeures pour les investisseurs**. Tout d'abord, les taux d'intérêt devraient rester faibles plus longtemps pour soutenir les gouvernements, les ménages et les entreprises fortement endettés. Cela constitue généralement une bonne nouvelle pour le marché boursier, mais les perspectives pour les investissements obligataires sont moins claires, la plupart des emprunts d'État et des obligations d'entreprise de qualité *Investment Grade* affichant des rendements proches de zéro. Dans le même temps, toute hausse – même légère – des taux d'intérêt pourrait rapidement entraîner d'importantes pertes en capital sur les emprunts d'État, comme le montre le tableau ci-dessous. Leur performance sera uniquement tributaire des taux d'intérêt et du fait qu'ils s'inscrivent davantage en territoire négatif. Bien que cela soit possible en théorie, cela obligerait les banques à imposer des intérêts sur leurs dépôts, ce qui est difficile à mettre en œuvre.

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.

Source : BCA Research

Une autre conséquence majeure de cette crise sur le plan des investissements est la nécessité de diversifier son allocation, tant par région que par secteur. Certaines régions et entreprises sont susceptibles d'être confrontées à des difficultés financières importantes, et ce, malgré les mesures agressives prises par les gouvernements. Chez TreeTop, notre **approche globale de l'investissement** est par nature bien diversifiée et nous permet de ne pas sacrifier le potentiel de rendement à long terme. L'attention constante que nous portons à l'Asie a porté ses fruits en 2020, la Chine ayant été le premier pays à lever ses mesures de confinement et à relancer son activité économique. La deuxième puissance mondiale a ainsi enregistré une meilleure croissance économique et vu ses places boursières afficher une solide performance par rapport au reste du monde. Comme le montre le graphique ci-dessous, l'indice MSCI China (en jaune) a été l'un des principaux marchés les plus performants, surperformant le S&P 500 (en orange) ainsi que le MSCI Europe (en vert).

PERFORMANCE DES INDICES ACTIONS MONDIAUX DEPUIS JANVIER



Source : Bloomberg

En conclusion, la plupart des pays ont pris les bonnes mesures pour éviter des conséquences économiques désastreuses, protégeant le potentiel bénéficiaire des entreprises à long terme. Cela constitue une bonne nouvelle pour le marché actions mondial, laquelle se reflète dans les estimations de bénéfices des indices mondiaux. Selon Bloomberg, les analystes prévoient que les bénéfices par action sur les 12 prochains mois seront « seulement » 10 % moins élevés pour le S&P 500, 6 % plus élevés pour le MSCI Chine et 4 % moins élevés pour le MSCI Europe par rapport

aux 12 derniers mois. Bien que plus élevés comparés aux semaines précédentes, les niveaux de valorisation ne semblent pas excessifs, le MSCI Europe, le S&P 500 et le MSCI China se négociant respectivement à 19 fois, 23 fois et 15 fois les bénéfiques attendus sur les 12 prochains mois. Pour toutes ces raisons, nous estimons toujours que les actions mondiales restent l'une des meilleures classes d'actifs financiers pour l'investisseur à long terme².

2. Nos convictions

Heureusement, la plupart de nos investissements ont effacé une grande partie de leurs pertes au cours des trois derniers mois, ce qui montre – à l'image du marché en général – qu'il ne faut pas vendre une bonne société en cédant à la panique. **ASHTEAD** et **UNITED RENTALS**, les principales entreprises de location d'équipements en Amérique du Nord, ont vu le cours de leur titre plus que doubler depuis leur plus bas atteint à la mi-mars, le secteur du bâtiment continuant de surperformer le reste de l'économie, tandis que les responsables politiques élaborent des projets de loi sur les travaux publics. L'action **IWG** (anciennement REGUS) a connu d'importantes fluctuations tout au long de cette période incertaine, mais la société a également effacé une grande partie des pertes qu'elle avait enregistrées récemment. Elle prévoit d'utiliser son bilan solide ainsi que sa position de leader sur le segment de l'externalisation de bureaux pour racheter certains de ses concurrents en situation de faillite. **IWG**, en s'appuyant sur son réseau de bureaux flexibles externalisés, pourrait constituer une solution idéale dans un monde post-pandémie. Elle possède des bâtiments dans de grandes agglomérations, mais aussi dans des petites villes et à la campagne, ce qui pourrait représenter une solution particulièrement intéressante pour les grandes entreprises souhaitant offrir davantage de flexibilité sur le plan géographique à leurs collaborateurs. **NORWEGIAN FINANS**, le leader du crédit à la consommation dans les pays nordiques, a fortement rebondi dans la mesure où la région – et plus particulièrement la Norvège – a su ralentir la propagation du virus et limiter l'impact économique. Grâce à son bilan solide et son excellente structure de coûts, nous pensons que la société sera en mesure de capter les parts de marché de ses concurrents les plus faibles. Nos investissements en Chine ont généralement porté leurs fruits cette année par rapport à ceux réalisés dans le reste du monde, alors que le pays a été le premier à lever ses mesures de confinement et que son économie a enregistré un solide rebond. **VIPSHOP**, le plus grand détaillant discount en ligne de prêt-à-porter en Chine, continue de bien se comporter et devrait bénéficier du fait que certaines marques souhaiteront vendre leurs surplus de stocks. **MAN WAH**, la plus grande marque de canapés inclinables, tire actuellement parti de la tendance des consommateurs à revoir l'aménagement intérieur de leur domicile après avoir dû rester chez eux pendant une longue période.

Une évolution qui nous a été particulièrement favorable ces derniers mois a été la reprise du marché des obligations convertibles, plusieurs sociétés ayant privilégié les émissions d'obligations compte tenu de la volatilité des marchés actions et du caractère onéreux du crédit à haut rendement. Nous avons pu observer deux types d'émissions d'obligations convertibles sur le marché, celles réalisées par des sociétés en difficulté afin d'assainir leur bilan et celles réalisées par des sociétés de croissance qui lèvent des capitaux pour poursuivre leur développement. Chez TreeTop, nous nous concentrons généralement sur ce dernier segment et essayons d'éviter les entreprises en difficulté, notamment celles dont le modèle économique est remis en question. Nous avons pris des positions dans quelques nouvelles obligations convertibles, notamment celles émises par **TRICIDA**, une société de biotechnologie émergente avec un traitement prometteur contre les insuffisances rénales chroniques, **COHERUS BIOSCIENCES**, une entreprise américaine leader dans les médicaments biosimilaires, et enfin **BAOZUN**, le plus grand consultant dédié aux solutions numériques et de commerce en ligne pour les marques en Chine. Nous pensons que ces trois obligations convertibles présentent un profil risque/rendement attrayant² – compte tenu de leur rendement et du fait que les entreprises sous-jacentes affichent de solides bilans –, offrant une bonne protection à la baisse grâce aux « planchers obligataires ». Les obligations ont également de faibles primes de conversion, tandis que les entreprises sous-jacentes ont un potentiel de croissance important, ce qui devrait se traduire par une bonne performance du cours de leur action².

BAOZUN est un partenaire et un consultant dédié aux solutions de commerce en ligne en Chine pour les marques locales et internationales. La société a été fondée par Qiu Wenbin en 2007, diplômé de la prestigieuse université

² Aucune garantie de résultat ou de performance

Tsinghua, après avoir développé avec succès les canaux de commerce en ligne pour la société néerlandaise Phillips. Phillips est devenu le premier client de **BAOZUN**, avant que la société chinoise ne gagne rapidement un certain nombre de clients, dont Li Ning, l'une des plus grandes marques de vêtements de sport en Chine. Une étape décisive dans le développement de **BAOZUN** a été l'investissement réalisé par Alibaba (l'Amazon chinois) en 2010 qui leur a donné davantage de ressources financières ainsi qu'un accès privilégié aux données du commerce en ligne. Aujourd'hui, **BAOZUN** travaille avec plus de 200 marques et est la plus grande entreprise de son secteur. Cette position de leader lui permet d'offrir une solution omnicanal clé en main aux marques, en répondant à l'ensemble de leurs besoins matière de commerce en ligne, du marketing numérique à la logistique. Nous suivons la société depuis un certain temps, mais étions réticents à l'idée d'investir pour deux raisons : le titre était toujours très cher et **BAOZUN** avait de faibles marges, sans un plan clairement défini visant à les améliorer. Heureusement pour nous, la valorisation de l'action a chuté ces derniers mois et la société a décidé d'émettre une obligation convertible pour lever du capital de croissance. Cela nous a permis d'acheter une entreprise très intéressante à un niveau de valorisation raisonnable. **BAOZUN** a également démontré ces derniers mois sa capacité à améliorer ses marges au gré de la hausse de l'activité. Son modèle économique s'est révélé particulièrement résilient pendant la pandémie, l'entreprise affichant une croissance de ses ventes au cours d'une période durant laquelle la plupart des sociétés ont souffert en raison des mesures de confinement.

COHERUS BIOSCIENCES est une entreprise spécialisée dans la fabrication de médicaments biosimilaires établie dans la Silicon Valley, en Californie, dont la capitalisation boursière s'élève à 1,3 milliard de dollars. Elle a été fondée en 2010 par Denis Lanfear, le président-directeur général actuel, et a connu une profonde transformation, passant d'une petite start-up à une société générant un chiffre d'affaires de 450 millions de dollars et des bénéfices de 100 millions de dollars, grâce au développement et à la commercialisation de médicaments biosimilaires. Ceux-ci constituent une nouvelle catégorie de médicaments et se classent entre les traitements génériques et innovants. Cette nouvelle famille de médicaments est apparue, car les médicaments développés récemment sont désormais des composés biologiques complexes et non de simples molécules chimiques. La complexité de ces composés biologiques a donné la possibilité de créer des molécules ayant la même efficacité de traitement, mais dont la composition est légèrement différente, et qui ne sont donc pas entièrement protégées par un brevet³. Ces médicaments biosimilaires sont attrayants pour le patient, car ils sont généralement beaucoup moins chers que les médicaments biologiques originaux, mais sont tout aussi efficaces. Ils tendent également à être plus attrayants pour les entreprises pharmaceutiques que les médicaments génériques, car ils sont plus complexes à développer et nécessitent un travail de développement accru sur le plan juridique et scientifique, ce qui se traduit généralement par des barrières à l'entrée plus élevées et un pouvoir de négociation des prix plus étendu. Les analystes prévoient une croissance du marché des médicaments biosimilaires à 35 milliards de dollars d'ici 2025⁴ – contre environ 11 milliards de dollars actuellement – et nous pensons que **COHERUS BIOSCIENCES** pourrait être l'un des principaux bénéficiaires de cette tendance. Ces dernières années, la société a démontré sa capacité à commercialiser un médicament biosimilaire, tout en gagnant rapidement et en maintenant ses parts de marché, et ce, malgré l'arrivée de nouveaux concurrents sur le marché. La société dispose également d'un solide portefeuille de médicaments en développement dont le potentiel de revenus est important, avec un risque de baisse limité au prix actuel compte tenu de la valeur minimale attribuée aux médicaments en développement.

Enfin, nous avons pris une position dans l'obligation convertible émise par **TRICIDA**, une société pharmaceutique américaine émergente qui a développé un traitement potentiellement révolutionnaire contre les insuffisances rénales chroniques. Ce type de maladie est l'une des plus fréquentes et les plus coûteuses dans le monde entier, avec près de 30 millions de patients atteints aux États-Unis seulement. Dans sa phase initiale, la majorité des personnes peuvent vivre avec la maladie sans que leur mode de vie ne soit affecté outre mesure. Dès lors que des stades plus avancés sont atteints, les patients doivent effectuer des changements radicaux de leur alimentation et doivent souvent se plier à plusieurs traitements par dialyse chaque semaine, une procédure coûteuse, douloureuse et chronophage. Ces dernières années, **TRICIDA** a développé un polymère à ingérer par voie orale, ce qui semble soulager plusieurs

³ Pour ceux qui souhaitent mieux comprendre les médicaments biosimilaires et biologiques, je vous invite à regarder la vidéo suivante : <https://www.youtube.com/watch?v=G3U7cmMWWOM>

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

symptômes pour les patients les plus malades⁵. L'entreprise a déjà terminé avec succès un essai clinique de phase 3 et attend désormais de recevoir l'autorisation de la FDA à l'issue d'un processus final accéléré. Le résultat financier exact de cette société est très difficile à déterminer, mais c'est là tout l'intérêt des obligations convertibles. Les entreprises pharmaceutiques sont des candidates très intéressantes pour ce type d'obligations, car leurs résultats opérationnels sont généralement binaires. Les actions de ce secteur ont tendance à fluctuer – à la hausse comme à la baisse – de manière prononcée, ce qui rend les investissements en actions traditionnels particulièrement incertains. À l'inverse, les obligations convertibles bénéficient généralement du « plancher obligataire », qui a le potentiel de limiter la baisse, mais également de capter la majeure partie de la hausse grâce à leurs options sur l'actif sous-jacent. Nous avons su réaliser d'excellents investissements par le passé en utilisant cette technique, comme pour **HORIZON PHARMACEUTICALS**, et nous espérons que **TRICIDA** et **COHERUS BIOSCIENCES** suivront cette trajectoire prometteuse.

En conclusion, nous restons résolument optimistes compte tenu du potentiel de nos investissements actuels. Dans ce nouveau monde, les directeurs généraux et les entrepreneurs continuent de viser l'excellence pour fournir des solutions à leurs clients, ce qui, selon nous, devrait finir par profiter à leurs actionnaires.

Les informations contenues dans le document ont une vocation d'information générale qui ne prend pas en compte les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur. Ce document ne doit pas être remis à un investisseur US (tel que défini dans la réglementation américaine). Ce document se base sur les sources que TreeTop Asset Management SA (la « Société ») considère comme fiables et reflète des opinions des gestionnaires de la Société. Ce document, communiqué uniquement dans un but d'information, ne constitue ni un conseil en investissement ni une offre de produits. Les informations contenues peuvent être modifiées à tout moment et sans préavis. La Société n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, pour l'usage des informations du document. Ce document ne peut être ni copié, reproduit, modifié, traduit ou transféré, sans l'accord préalable de la Société, à une personne ou une entité dans un pays dans lequel la Société ou ses produits seraient soumis à des obligations d'enregistrement ou dans lequel une telle diffusion serait interdite ou considérée comme illégale. Les données présentant des évolutions ou performances passées ne préjugent pas des évolutions ou performances futures.

Données et informations au 30 juin 2020

Publié par TreeTop Asset Management SA, Société de Gestion d'OPCVM conformément aux dispositions du Chapitre 15 de la Loi du 17 décembre 2010 – Siège social au 12 rue Eugène Ruppert L-2453 Luxembourg.

⁵ Pour nos lecteurs scientifiques, vous trouverez de plus amples informations sur le Veverimer, le médicament développé par Tricida sur la page Internet suivante : <https://www.tricida.com/veverimer/>