



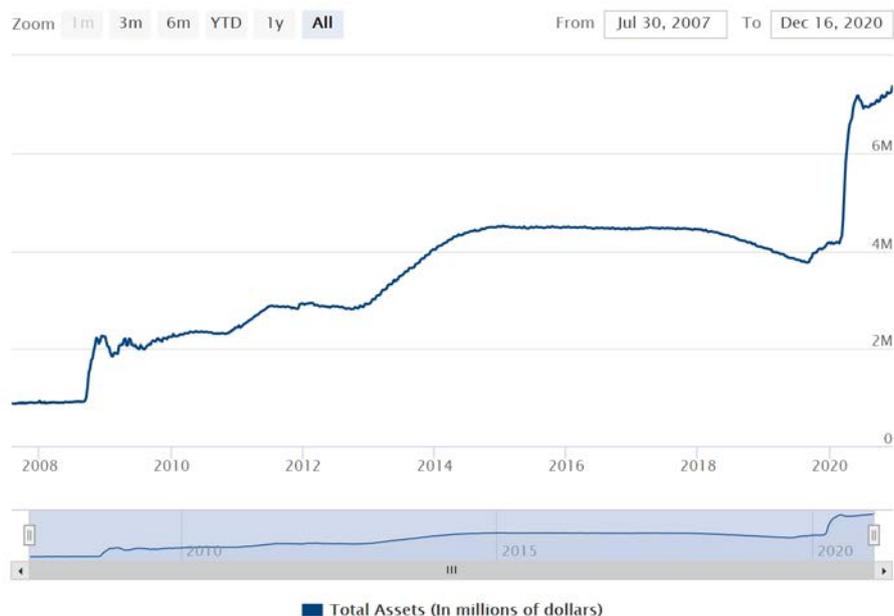
Jacques Berghmans

1. Contexte économique et environnement de marché

L'année 2020 a été l'une des années les plus inhabituelles de ma carrière. Avec le recul, elle restera probablement dans les mémoires comme un tournant pour nos sociétés, le monde des affaires et les économies mondiales. Le risque depuis longtemps oublié de pandémie est malheureusement revenu pour nous hanter et a affecté tous les aspects de la vie en 2020, y compris les questions financières. 2020, même si elle a été une « annus horribilis », aurait pu être bien pire. L'un des points positifs cette année a été la capacité des banques centrales et des gouvernements du monde entier à empêcher que la crise sanitaire ne devienne une crise financière et économique. Cette évolution positive aurait pu prendre une tournure différente si la Réserve fédérale (FED) et la Banque centrale européenne (BCE) n'avaient pas pris les mesures d'urgence appropriées en mars, lorsque les marchés du crédit ont commencé à se figer et que les investisseurs ont plongé leur regard dans l'abîme. De même, les gouvernements du monde entier ont mis en place des programmes sociaux d'urgence pour s'assurer que les citoyens reçoivent un revenu minimum pour vivre.

Malheureusement, cette intervention a coûté cher et, comme une maison que l'on aspergerait d'eau pour éteindre un incendie, nos économies auront besoin de rénovations importantes dans les années à venir. En mars, la FED a rapidement abaissé ses taux directeurs à 0 et s'est engagée dans une expansion agressive de son bilan. La BCE a pris des mesures similaires et les rendements des emprunts d'État européens sont à des plus bas historiques. Les deux banques centrales ont publiquement affirmé qu'elles n'envisageaient pas de relever leurs taux d'intérêt dans un avenir proche, tant que l'inflation n'augmente pas sensiblement et sur de longues périodes. Cela signifie que le rendement réel (= après inflation) des liquidités dans les comptes bancaires devrait rester négatif pendant un certain temps. Les gouvernements européens et américain devront également redoubler d'efforts pour remettre au travail tous les salariés en chômage partiel, ce qui prendra du temps et nécessitera des financements supplémentaires. Nous pensons qu'à court et moyen terme, il est peu probable que l'augmentation de la dette publique cause des problèmes importants, car la faiblesse des rendements rend l'emprunt « gratuit » et le Japon a montré qu'un pays peut maintenir un endettement public très élevé pendant de longues périodes. Pour les investisseurs, des rendements bas sur de plus longues périodes devraient soutenir les niveaux de valorisation des actions mondiales.

BILAN DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE (FED)



Source : Réserve fédérale¹

Une autre conséquence majeure de cette crise est la montée en puissance de l'Asie et en particulier de la Chine. Le gouvernement chinois, qui avait mal commencé la gestion de la pandémie, les autorités locales essayant d'abord de cacher le problème, a pris des mesures drastiques qui lui ont permis de devenir le premier grand pays à contrôler la maladie et à relancer son économie. La plupart des autres économies asiatiques se sont également relativement bien comportées. Taïwan², la Corée du Sud et le Japon³ en sont ressortis relativement indemnes sur le plan sanitaire, ce qui explique les performances nettement meilleures de leurs économies. Il y a six mois, nous commentions les prévisions de croissance des principales économies pour 2020 du magazine 'The Economist'. Ces prévisions se sont révélées « remarquablement » précises et les chiffres réels devraient être très proches, la Chine étant la seule grande économie mondiale à générer de la croissance cette année. Les États-Unis, bien qu'ils soient plongés dans une profonde récession, se portent mieux que l'Europe, car ils ont allégé les mesures de confinement. En contrepartie, ils paient un prix plus élevé sur le front sanitaire. Toutes les grandes économies, et en particulier la zone euro et les États-Unis, ont dû emprunter massivement pour soutenir les coûts des confinements (programmes sociaux plus larges, hausse des coûts de santé...), ce qui risque de les affecter dans les années à venir. En raison de l'aggravation de la récession et du montant important des emprunts contractés dans les pays occidentaux, certains économistes s'attendent désormais à ce que l'économie chinoise dépasse les États-Unis au cours de cette décennie au lieu de la prochaine⁴.

¹ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

² <https://www.economist.com/asia/2020/12/02/covid-19-has-ravaged-economies-all-over-the-world-but-not-taiwans>

³ <https://www.economist.com/asia/2020/10/13/why-the-pandemic-has-affected-britain-and-japan-so-differently>

⁴ <https://www.dw.com/en/china-to-overtake-us-as-largest-global-economy-by-2028-report/a-56061395>

	CHINE	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	PERSPECTIVES TREETOP
Variation du PIB en % entre 2020 et 2019	+1,8 %	-3,7 %	-7,9 %	Nous pensons que l'économie chinoise est plus solidement positionnée que le reste du monde
Balance courante en % du PIB pour 2020	+1,7 %	-2,3 %	+2,6 %	Les États-Unis continuent d'emprunter auprès du reste du monde, ce qui pourrait entraîner des pressions sur le dollar américain
Déficit budgétaire public pour 2020	-5,6 %	-14,9 %	-9,1 %	La zone euro et en particulier les États-Unis ont beaucoup emprunté, ce qui devrait au final exiger la mise en place de mesures d'austérité
Taux d'intérêt des emprunts d'État à 10 ans	3,1 %	0,9 %	-0,6 %	À l'exception de la Chine, les taux sont à des plus bas historiques. Tant que l'inflation restera gérable, les banques centrales s'efforceront de maintenir des taux bas

Source : *The Economist*

Bien que cette crise sans précédent ait causé des dégâts considérables, des avancées significatives méritent d'être soulignées. L'une des principales est la capacité à développer, tester et distribuer un vaccin en moins de douze mois, grâce aux progrès phénoménaux réalisés dans la génétique au cours des quinze dernières années. Il est intéressant de noter que c'est dans ce domaine que le système occidental a démontré sa valeur, les vaccins les plus efficaces ayant été créés par des laboratoires occidentaux, grâce aux efforts combinés de scientifiques allemands-turcs, américains et anglais. Le développement rapide de la science en Chine a également joué un rôle, puisque ce sont des scientifiques chinois qui ont publié le code génétique du virus en janvier, donnant le coup d'envoi d'une course scientifique sans précédent. Il est intéressant de noter que notre système capitaliste a également joué un rôle important. Le PDG de Pfizer a récemment expliqué qu'après l'émergence du virus, le conseil d'administration de la société a rapidement pris la décision de renoncer aux aides publiques et d'allouer 1 milliard de dollars US du capital de l'entreprise à la technologie qu'ils estimaient être la plus prometteuse⁵. Rares sont les responsables politiques et les bureaucrates dans le monde qui ont la capacité d'allouer un montant aussi considérable de capital en si peu de temps. Même si c'était le cas, ils n'auraient probablement pas la capacité de choisir la bonne technologie. En cette période difficile, je pense qu'il est important de se rappeler qu'en investissant sur les places boursières mondiales, nous investissons également dans le progrès au niveau planétaire. Les quatre sociétés impliquées dans le développement du vaccin, Moderna, Pfizer, BioNtech et AstraZeneca sont toutes cotées et font partie de différents indices mondiaux.

La pandémie a également contribué à accélérer le développement en dehors du secteur de la santé. Elle a démontré que le télétravail et la visioconférence pouvaient être utilisés à grande échelle sans incidence significative sur la productivité. Encore une fois, les outils pour rendre la pandémie plus supportable ont été fournis par des entreprises technologiques américaines extrêmement agiles comme Zoom, Microsoft (« Teams »), Facebook et Amazon, toutes cotées et parmi les plus performantes de ces dernières années. Cette évolution ne se limite pas au secteur technologique américain. Elle est également bien présente dans le reste du monde, notamment en Chine. Le commerce en ligne en Chine a poursuivi sa vertigineuse montée en puissance, sous l'impulsion d'Alibaba et de JD.com, et a également bénéficié de modèles économiques plus spécialisés comme VIPShop Holding. La bonne performance des marchés actions mondiaux cette année tient en partie aux changements sociétaux que les crises ont tendance à accélérer, d'autant plus que les marchés, en particulier ces dernières années, attribuent généralement plus de valeur aux entreprises à la pointe du changement comme les fameux FAANG⁶.

Compte tenu de l'ampleur de la crise, le bénéfice par action a relativement bien résisté, à l'exception de l'Europe. Comme on peut le constater sur le graphique ci-contre, le bénéfice par action de l'indice MSCI Europe (en vert) a été

⁵https://news.yahoo.com/pfizer-ceo-refused-taxpayer-money-175100171.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xllmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAALDMCByCR_dV3ZR38mD0EYepSOM4wD716KEEBsx9HRCys7GASPKIN7bCqdp4Oe4BTEH-yG-AE0ng04t0LhPPdPu694cbkXI3qvD47_UdHTkfEBpFL7-P0oYvdkTT8LXqXjCjzY3hascdLyp1D6ojXwUSOD0tAx7SddwxifTlegw

⁶ FAANG : acronyme pour Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Google

plus volatil, a enregistré une croissance inférieure et a offert des performances inférieures à celles des marchés américains (en jaune) et du marché chinois (en orange) au cours de la pandémie. Pour les investisseurs en actions européennes, nous pouvons déjà parler de deux décennies perdues, puisque le bénéfice par action reste inférieur au niveau des années 2000. Le graphique illustre bien la raison pour laquelle chez TreeTop, nous privilégions une approche globale de l'investissement et pourquoi il est nécessaire de rechercher des opportunités par-delà de nos frontières.

BÉNÉFICE PAR ACTION (BPA) DES PRINCIPAUX INDICES MONDIAUX



Source : Bloomberg

Sur le plan des valorisations, les marchés actions mondiaux ne sont pas particulièrement bon marché en termes de multiples de bénéfices à court terme, le MSCI All Countries World se négociant à 19x les bénéfices 2021 selon Bloomberg. Toutefois, les entreprises continuent de progresser, et la croissance des bénéfices devrait se poursuivre au cours des prochaines années⁷. Selon Bloomberg, le même MSCI All Countries World se négocie à 16x les bénéfices 2022, en ligne avec sa moyenne à long terme. La croissance des bénéfices est la principale raison pour laquelle nous pensons, chez TreeTop, que le marché actions mondial reste l'actif financier le plus intéressant pour les investisseurs sur le long terme. Contrairement aux obligations qui affichent un rendement fixe très faible à l'heure actuelle, les actions affichent un rendement qui continue de croître de concert avec les avancées sociétales⁷.

Avant de conclure, je tiens à remercier nos clients, qui nous ont fait confiance pendant cette période volatile et je suis ravi que TreeTop ait, de manière générale, été en mesure de leur offrir de bons résultats en 2020⁷. Je tiens également à remercier nos collaborateurs qui se sont rapidement ajustés à une « nouvelle normalité » et qui ont pu maintenir l'excellence des services que nous fournissons à nos clients. Il y a cinq ans, après une série de rencontres fructueuses avec Andrew Dalrymple, j'ai également décidé d'entamer un partenariat avec Aubrey Capital Management, basé à Édimbourg. Ce partenariat a permis d'obtenir des résultats bien au-delà de nos attentes et je profite de cette occasion pour les remercier de leur excellent travail et leur souhaite encore plus de réussite pour les années à venir. Cette alliance avec Aubrey Capital Management marque également un chapitre important de la transformation de TreeTop d'une société proposant une gamme de produits limitée principalement gérée par moi-même en une société offrant une gamme plus large de stratégies d'actions mondiales à gestion active et passive. Nous continuerons de nous efforcer de rechercher les meilleures solutions pour nos clients et nous attendons déjà le lancement de quelques nouveaux produits l'année prochaine. L'équipe TreeTop vous souhaite une excellente année 2021 et restera à votre disposition pour toutes les questions que vous pourriez avoir.

⁷ Aucune garantie de résultat ou de performance

2. Nos convictions

L'année 2020 aura finalement été une année correcte pour notre stratégie, marquée par la progression d'une part importante de nos investissements, malgré la situation économique exceptionnellement difficile. Certaines de nos meilleures performances sont venues de sociétés à l'avant-garde des changements, qui ont facilité la vie de leurs clients pendant la pandémie, notamment **VIPSHOP HOLDING**, un leader du commerce en ligne de vêtements en Chine ou **ZOOPLUS**, l'un des principaux détaillants en ligne européens d'aliments et accessoires pour animaux de compagnie. D'autres sociétés ont enregistré des résultats remarquables malgré la pandémie, comme **HORIZON THERAPEUTICS**, une société américaine de biotechnologies qui a lancé un nouveau médicament efficace pour traiter une maladie oculaire invalidante, ou **MAN WAH HOLDINGS**, une marque renommée, spécialisée dans la vente de canapés de luxe en Chine.

Toutes ces entreprises, bien qu'elles soient actives dans différents secteurs et zones géographiques, présentent la particularité d'être dirigées par des entrepreneurs agiles, capables de s'adapter rapidement à de nouvelles situations. Dans la plupart des cas, ce sont des leaders, ou elles figurent parmi les leaders de leur secteur, et affichent des bilans solides qui leur permettent de gagner des parts de marché sur des concurrents plus modestes moins bien capitalisés. Une autre caractéristique de notre stratégie d'investissement est de rechercher des opportunités dans des secteurs dont nous pensons que le potentiel à long terme n'est pas reconnu par le marché. À l'instar des entrepreneurs avec lesquels nous investissons, nous nous efforçons d'être flexibles en fonction des opportunités à long terme. Par exemple, notre exposition asiatique est passée du Japon dans les années quatre-vingt à la Corée du Sud dans les années quatre-vingt-dix à l'Inde et à la Chine depuis 2005. De même, nous avons réduit notre exposition aux énergies fossiles ainsi qu'au secteur automobile au profit des laboratoires biopharmaceutiques et des sociétés Internet.

Fin 2020, nos principaux investissements concernent l'Asie, en particulier la Chine et l'Inde, les obligations convertibles des sociétés américaines biotechnologiques et les secteurs de croissance en Europe et aux États-Unis. En Chine, nous avons d'importants investissements dans **FUFENG**, **DALI FOODS**, deux entreprises actives dans l'industrie agroalimentaire, dans **VIPSHOP HOLDING**, **MAN WAH HOLDINGS** et dans les logiciels/technologies de l'information avec **CHINASOFT**. Même si nous avons tendance à conserver des investissements sur de longues périodes, nous devons parfois agir beaucoup plus vite, comme dans le cas de **ZHONGSHENG GROUP** ou de **SHANDONG WEIGAO**, sur lesquels nous avons pris la majeure partie de nos bénéfices en moins de douze mois, en raison de la réévaluation très rapide des investissements sous-jacents. Notre stratégie en Inde n'a pas non enregistré de bonnes performances cette année, car le Sous-Continent a subi sa plus forte contraction économique depuis son indépendance et notre exposition était principalement liée à l'économie intérieure. Nous n'avons toutefois pas apporté de changements significatifs à notre exposition, car bien que la pandémie ait exposé certaines des faiblesses du pays, elle a également montré quelques-uns des progrès considérables réalisés par la démocratie indienne au cours des deux dernières décennies. L'une des principales réussites a été la capacité du gouvernement à envoyer une aide financière directement à ses citoyens grâce à un nouveau programme d'identification biométrique, ce qui a permis d'éviter un effondrement économique complet. L'Inde a même été saluée par Bill Gates comme l'un des pays à suivre de près en termes de progrès⁸. En Inde, nous restons fortement exposés au financement immobilier via **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, ainsi qu'au secteur agrotechnologique via **UPL LIMITED**. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** a été confrontée à une terrible crise financière, mais nous gardons bon espoir pour l'année prochaine, car la direction est parvenue à maintenir le cap dans un environnement périlleux et la situation s'est désormais stabilisée avec moins de concurrents. **UPL LIMITED** s'est mieux comportée mais n'a pas enregistré des performances exceptionnelles, les investisseurs s'étant montrés prudents face au niveau d'endettement. À mesure que la situation macroéconomique se stabilisera, nous pensons que ces sociétés indiennes gérées par d'excellentes équipes de direction devraient enregistrer de bonnes performances en raison de leurs faibles niveaux de valorisation et de leurs bonnes perspectives de croissance.

Même si nous sommes beaucoup plus exposés à l'Asie que l'indice mondial, nous détenons toujours d'importants investissements en Europe et aux États-Unis. Dans ces régions, nous avons tendance à éviter les géants des investissements comme Apple, Facebook ou Microsoft. Nous sommes à la recherche des outsiders, en espérant que

⁸ <https://www.ndtv.com/india-news/bill-gates-calls-indias-digital-finance-approach-a-global-model-2335995>

certaines entreprises deviendront les leaders de demain. Nos principaux investissements sont liés à la consolidation du secteur de la location d'équipements, via **ASHTEAD** et **UNITED RENTALS**, la location flexible de bureaux via **IWG** (également connue sous le nom de **REGUS**), les fintech via **NORWEGIAN FINANS** et la modernisation du commerce de détail avec **ZEBRA TECHNOLOGY**. Ces derniers mois, nous avons également identifié un certain nombre de nouvelles opportunités dans les obligations convertibles de sociétés américaines des biotechnologies, comme **HORIZON THERAPEUTICS**, **COHERUS BIOSCIENCES** et **HALOZYME THERAPEUTICS**.

Dans les secteurs traditionnels comme la location d'équipements, les bureaux flexibles et la finance, nous recherchons des entreprises répondant à un marché considérable, offrant une meilleure offre de produits/solutions à leurs clients et présentant de ce fait des modèles économiques fortement rentables. Dans le secteur de la location d'équipements, **ASHTEAD** et **UNITED RENTALS** remplacent la propriété directe de gros équipements par la location, en permettant à leurs clients (constructeurs d'infrastructures...) d'avoir le bon équipement au bon endroit au bon moment. Les deux entreprises bénéficient d'importants effets de réseau compte tenu de leur couverture nationale aux États-Unis, ce qui se traduit par des marges plus élevées que leurs concurrents plus petits. **UNITED RENTALS** et **ASHTEAD** ont donc été en mesure de consolider leurs secteurs et devraient poursuivre sur cette voie dans un avenir proche. **IWG** propose la location de bureaux à court et moyen terme à des entreprises du monde entier. Comme ses homologues du secteur de la location d'équipements, elle bénéficie d'un vaste réseau et, à l'instar de WeWork, est l'une des rares capables d'offrir une solution globale aux grandes entreprises. Ces trois sociétés ont enregistré des performances très décevantes au cours des premiers mois de l'année, puis ont bénéficié d'une forte réévaluation, les investisseurs ayant commencé à apprécier la solidité de leurs modèles économiques. Une société comme **IWG** pourrait à terme être avantagée par la crise, car les équipes de direction de grandes entreprises commencent à envisager de répartir leurs effectifs sur le plan géographique au lieu de les rassembler dans des sièges coûteux situés en centre-ville. Bien que le monde ait changé, la plupart des gens ne travailleront pas de chez eux indéfiniment et la construction d'infrastructures devrait, selon toute vraisemblance, continuer de s'appuyer sur la location de gros équipements.

L'une des réussites cette année est à mettre au compte de nos différents investissements dans le secteur de la santé, comme **HORIZON THERAPEUTICS** et **SHANDONG WEIGAO**. Leur succès n'a que peu de choses à voir avec le coronavirus, mais plus avec le fait qu'ils ont pu trouver des traitements à différentes affections humaines. Face au vieillissement de la population mondiale et alors que nous cherchons à vivre en meilleure santé plus longtemps, le besoin de traitements plus avancés a explosé, non seulement dans les pays occidentaux, mais également en Chine et même en Inde. Le niveau raisonnable des valorisations et l'existence d'obligations convertibles intéressantes ont rendu le profil de risque/rendement dans ce secteur plus alléchant pour nous que dans d'autres secteurs de croissance comme les logiciels. Nous avons eu un peu de rotation dans cette partie du portefeuille compte tenu de la réévaluation rapide de certains investissements. Les grandes positions existantes sont dans **PACIRA BIOSCIENCES**, qui commercialise un nouveau mode d'administration de l'anesthésie, **HALOZYME THERAPEUTICS**, qui a également breveté un nouveau système d'administration de médicaments et augmente considérablement le nombre de traitements sous licence, **COHERUS BIOSCIENCE**, qui possède un pipeline de médicaments biologiques, et enfin **JAZZ PHARMACEUTICALS**, qui a commercialisé avec succès un traitement contre les troubles du sommeil et dispose d'un pipeline de médicaments intéressant contre le cancer qui pourrait apporter un potentiel haussier important.

En conclusion, notre stratégie est davantage exposée aux petites capitalisations que les grands indices, elle est plus concentrée et cible davantage l'Asie. Elle s'est bien comportée cette année et nous pensons qu'elle continue d'offrir un complément intéressant à la gestion indicielle mondiale et à nos autres stratégies d'investissement actives.

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 31 décembre 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.
