



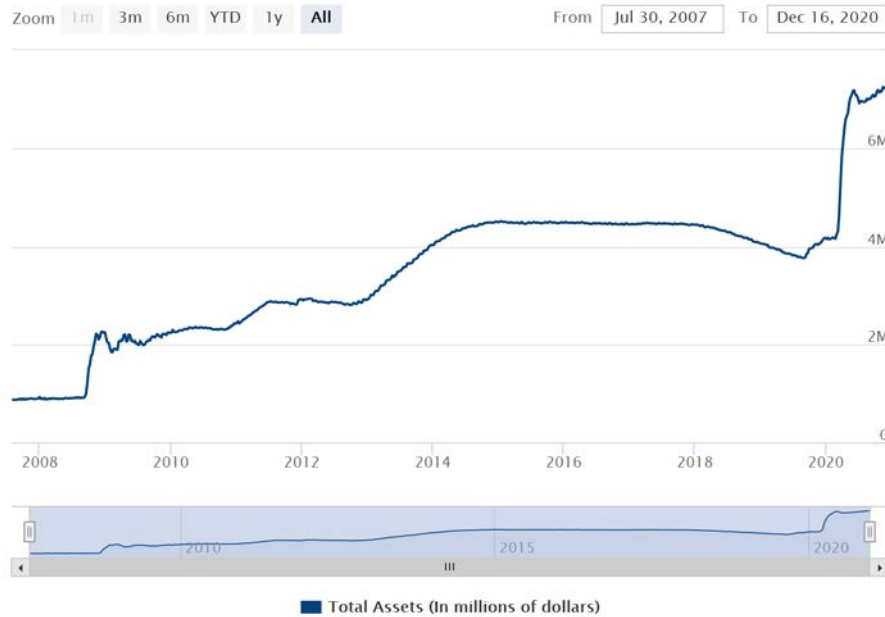
Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

2020 was één van de ongewoonste jaren uit mijn loopbaan en zal achteraf bekeken waarschijnlijk worden herinnerd als een keerpunt voor onze samenlevingen, het bedrijfsleven en de wereldeconomie. Er stak opnieuw een pandemie op – een risico uit lang vervlogen tijden – die alle aspecten van ons leven beroerde, ook onze financiële zaken. 2020 was een rotjaar, maar het had veel erger kunnen zijn. Een positieve ontwikkeling van afgelopen jaar is dat de centrale banken en overheden wereldwijd erin geslaagd zijn om te beletten dat de gezondheidscrisis uitgroeide tot een financiële en economische crisis. Het had heel anders kunnen lopen als de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank niet passend hadden gereageerd toen in maart de kredietmarkten begonnen te stokken en beleggers aan de rand van de afgrond stonden. Tegelijk troffen overal ter wereld overheden sociale noodmaatregelen om hun burgers een minimale inkomensgarantie te geven.

Aan die ingrepen hangt jammer genoeg ook een prijskaartje. Net zoals een huis dat is overspoeld met water om een brand te blussen, zijn onze economieën de komende jaren aan een grondige renovatie toe. In maart verlaagde de Federal Reserve snel de richtrente naar 0% en begon ze agressief obligaties op te kopen. De Europese Centrale Bank nam soortgelijke maatregelen en de rente op Europese staatsobligaties staat historisch laag. Beide centrale banken hebben al openlijk laten verstaan de rente in de afzienbare toekomst niet te zullen verhogen zolang de inflatie niet wezenlijk en langdurig toeneemt. Dat betekent dat het reële rendement (= na inflatie) van geld op bankrekeningen wellicht nog enige tijd negatief blijft. De Europese en Amerikaanse overheden zullen ook veel werk hebben om alle ontslagen werknemers opnieuw aan een baan te helpen, wat tijd en nog meer geld zal vergen. Op korte en middellange termijn lijkt de kans ons klein dat de stijgende overheidsschulden voor grote problemen zorgen – door de lage rente is lenen “gratis” en Japan heeft al getoond dat een land voor zeer lange tijd een heel hoge schuldgraad kan aanhouden. Voor beleggers stut de langdurig lage rente de waarderingen van aandelen wereldwijd.

BALANS FEDERAL RESERVE



Bron: Federal Reserve¹

Een tweede belangrijk gevolg van deze crisis is het groeiende overwicht van Azië en in het bijzonder China. Dat pakte de pandemie aanvankelijk verkeerd aan toen lokale ambtenaren het probleem trachtten te verbergen, maar uiteindelijk nam de overheid drastische maatregelen en was China het eerste grote land dat de ziekte onder de duim kreeg en zijn economie weer kon opstarten. Ook de meeste andere Aziatische economieën deden het relatief goed. Taiwan², Zuid-Korea en Japan³ kwamen op gezondheidsvlak relatief ongeschonden weg en hun economieën deden het bijgevolg ook veel beter. Zes maanden geleden schreven we over de groeiprognoses van The Economist voor de grote economieën in 2020. Die voorspellingen bleken “opmerkelijk” nauwkeurig en de werkelijke cijfers komen wellicht heel dicht in de buurt, met China als enige grote economie ter wereld die over afgelopen jaar groei kan voorleggen. De VS maken weliswaar een diepe recessie door, maar doen het dankzij minder strenge lockdowns beter dan Europa – al betalen ze daar een hogere menselijke prijs voor. Alle grote economieën en in het bijzonder de eurozone en de VS hebben op grote schaal moeten lenen om de kosten van de lockdowns op te vangen (bredere sociale vangnetten, hogere gezondheidszorgkosten ...) en zullen daar de komende jaren wellicht gevolgen van ondervinden. Als gevolg van de diepere recessie en massale schulden in het Westen, verwachten sommige economen nu dat China nog dit decennium en niet het volgende de Amerikaanse economie inhaalt⁴.

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>

	CHINA	VS	EUROZONE	VISIE TREETOP
bbp-ontwikkeling 2020 vs. 2019 (in %)	+1,8%	-3,7%	-7,9%	De Chinese economie staat er volgens ons beter voor dan de rest van de wereld.
Lopende rekening in % van het bbp voor 2020	+1,7%	-2,3%	+2,6%	De VS blijven lenen van de rest van de wereld, waardoor de Amerikaanse dollar onder druk kan komen.
Begrotingstekort voor 2020	-5,6%	-14,9%	-9,1%	De eurozone en vooral de VS hebben zich diep in de schulden gestoken en zullen daardoor ooit de buikriem moeten aanhalen.
Tienjaarsrente staatsobligaties	3,1%	0,9%	-0,6%	Behalve in China staat de rente overal historisch laag. Zolang de inflatie beheersbaar blijft, zullen de centrale banken proberen om de rente laag te houden.

Bron: The Economist

Deze crisis zonder voorgaande heeft diepe wonden geslagen, maar er zijn ook belangrijke verwezenlijkingen te vieren. Eerst en vooral zijn we er dankzij de forse vooruitgang van de genetische wetenschap in de afgelopen vijftien jaar in geslaagd om in minder dan twaalf maanden een vaccin te ontwikkelen, te testen en te verspreiden. Interessant daarbij is dat het westerse systeem op dit vlak zijn waarde heeft bewezen: het leverde dankzij de gezamenlijke inspanningen van Duits-Turkse, Amerikaanse en Engelse wetenschappers de doeltreffendste vaccins op. De snelle ontwikkeling van de wetenschap in China heeft er ook toe bijgedragen dat Chinese wetenschappers al in januari de genetische code van het virus hebben vrijgegeven, waarop een ongeziene wetenschappelijke wedren op gang kwam. Eveneens interessant is dat ook ons kapitalistische systeem een belangrijke rol vervuld heeft. De CEO van Pfizer legde onlangs uit dat de raad van bestuur van het bedrijf na de ontdekking van het virus al snel beslist heeft om geen staatssteun te vragen en 1 miljard USD eigen middelen te investeren in wat volgens hen de beloftevolste technologie was⁵. Er zijn weinig politici en bureaucraten in de wereld die zo'n enorme hoeveelheid kapitaal op zo'n korte tijd kunnen mobiliseren. En zelfs als zij dat zouden kunnen, zouden zij waarschijnlijk niet in staat zijn om de juiste technologie te kiezen. In deze moeilijke tijden is het volgens mij belangrijk om te onthouden dat beleggen op de wereldwijde aandelenmarkten ook betekent dat we beleggen in mondiale vooruitgang. De vier bedrijven die bij de ontwikkeling van het vaccin betrokken waren, Moderna, Pfizer, BioNtech en AstraZeneca, zijn stuk voor stuk beursgenoteerd en opgenomen in diverse mondiale indices.

Ook buiten de gezondheidszorg heeft de pandemie als versneller gefungeerd. Telewerk en videoconferenties blijken op grote schaal te kunnen worden ingezet zonder grote gevolgen voor de productiviteit. Ook hier werden de middelen om de pandemie draaglijker te maken aangereikt door bijzonder wendbare Amerikaanse technologiebedrijven zoals Zoom, Microsoft ("Teams"), Facebook en Amazon, die beursgenoteerd zijn en tot de sterkste stijgers van de afgelopen jaren behoren. Die evolutie beperkt zich niet tot de Amerikaanse sectoren, maar doet zich ook voor in de rest van de wereld, in het bijzonder in China. E-commerce zette in China zijn pijlsnelle opmars voort, aangevoerd door Alibaba en JD.com, terwijl ook meer op specifieke noden gerichte zakenmodellen, zoals dat van VIPShop Holding, de wind in de zeilen hadden. Een deel van de verklaring voor de sterke prestaties van de wereldwijde aandelenmarkten afgelopen jaar is dat een crisis maatschappelijke veranderingen meestal versnelt en de aandelenmarkten – zeker de afgelopen jaren – doorgaans meer waarde zien in bedrijven die vooroplopen in veranderingen, zoals de beroemde FAANG⁶.

Rekening houdend met de omvang van de crisis heeft de winst per aandeel relatief goed standgehouden, behalve in Europa. Onderstaande grafiek toont dat de winst per aandeel van de MSCI Europe (in het groen) tijdens de pandemie volatieler was, minder groei kende en een zwakker resultaat heeft opgeleverd dan de Amerikaanse markten (in het geel) en de Chinese markt (in het oranje). Voor Europese aandelenbeleggers kunnen we nu al over twee verloren decennia spreken, want de winst per aandeel is nog altijd lager dan in 2000. Deze grafiek toont nog

⁵ https://news.yahoo.com/pfizer-ceo-refused-taxpayer-money-175100171.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xllmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAALDMCByCR_dV3ZR38mD0EYepSOM4wD716KEEBsx9HRCys7GASPKIN7bCqdp4Oe4BTEH-yG-AE0ng04t0LhPPdPu694cbkXl3qvD47_UdHTkfEBpFL7-P0oYvdkTT8LXqXjCjzY3hascdLyp1D6oJXwUSODotAx7SddwxifTlegw

⁶ FAANG: afkorting van Facebook, Amazon, Apple, Netflix en Google

eens goed waarom wij er bij TreeTop voor kiezen om wereldwijd te beleggen en waarom het nodig is om buiten onze grenzen naar kansen te zoeken.

WINST PER AANDEEL (WPA) VAN DE GROTE INDICES WERELDWIJD



Bron: Bloomberg

Gemeten naar de winst op korte termijn zijn de wereldwijde aandelenmarkten niet bijzonder goedkoop gewaardeerd – volgens Bloomberg noteert de MSCI All World tegen 19 maal de winst over 2021. Bedrijven gaan er echter nog altijd op vooruit en wij verwachten dat de winstgroei ook de komende jaren aanhoudt⁷. Bloomberg schat dat diezelfde MSCI All World noteert tegen 16 maal de winst over 2022, wat in de lijn van het langetermijngemiddelde ligt. Winstgroei is de voornaamste reden waarom wij bij TreeTop geloven dat aandelen wereldwijd voor langetermijnbeleggers de aantrekkelijkste financiële activa blijven. In tegenstelling tot obligaties, die momenteel een zeer lage vaste opbrengst bieden, groeit het rendement van aandelen mee met de vooruitgang in onze maatschappijen⁷.

Voor ik afrond wil ik nog onze klanten bedanken, die ons in deze volatiele tijden hun vertrouwen hebben geschonken. Ik ben verheugd dat TreeTop er in de meeste gevallen in geslaagd is hen over 2020 een goed resultaat te bezorgen⁷. Ik wil ook onze medewerkers bedanken, die zich snel aan het nieuwe normaal hebben aangepast en onze klanten een uitstekende dienstverlening zijn blijven bieden. Vijf jaar geleden heb ik, na enkele aangename gesprekken met Andrew Dalrymple, ook beslist om een samenwerking te starten met Aubrey Capital Management uit Edinburgh. Die samenwerking heeft onze verwachtingen ruimschoots overtroffen. Ik wil hen dan ook bedanken voor hun uitstekende werk en hoop dat er nog veel goede jaren mogen volgen. De alliantie met Aubrey Capital Management is ook een belangrijk hoofdstuk in de transformatie van TreeTop van een bedrijf met een beperkt productaanbod dat hoofdzakelijk door mijzelf werd aangestuurd tot een bedrijf met een breder aanbod van zowel actief beheerde als passieve mondiale aandelenfondsen. Wij blijven zoeken naar de beste oplossingen voor onze klanten en verwachten het komende jaar al enkele nieuwe producten op de markt te brengen. Het TreeTop-team wenst u een boeiend 2021 en staat altijd paraat om uw eventuele vragen te beantwoorden.

⁷ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

2. Onze overtuigingen

2020 was uiteindelijk een behoorlijk jaar voor onze strategie. Ondanks de ongewoon moeilijke economische situatie ging een aanzienlijk deel van onze beleggingen erop vooruit. Enkele van onze beste aandelen waren bedrijven die vooroplopen in veranderingen die hun klanten het leven makkelijker maakten tijdens de pandemie, zoals **VIPSHOP HOLDING**, een koploper in online kledingverkoop in China, en **ZOOPLUS**, een toonaangevende Europese e-commercespeler voor diervoeding en toebehoren. Andere bedrijven zetten uitstekende resultaten neer ondanks de pandemie, zoals **HORIZON THERAPEUTICS**, een Amerikaans biotechnologiebedrijf dat een succesvol nieuw geneesmiddel tegen een slopende oogaandoening uitbracht, en **MAN WAH HOLDINGS**, een bekend merk van luxesofa's in China.

Al die bedrijven zijn actief in verschillende sectoren en regio's, maar delen de eigenschap dat zij geleid worden door flexibele ondernemers die zich snel aan nieuwe situaties kunnen aanpassen. Meestal zijn ze (een van de) marktleiders in hun sector en hebben ze een solide balans waarmee ze marktaandeel kunnen veroveren op kleinere concurrenten met minder kapitaalreserves. Een ander kenmerk van onze beleggingsstrategie is dat wij zoeken naar kansen in sectoren waarvan de markt volgens ons het langetermijnpotentieel miskent. Net zoals de ondernemers waarin wij beleggen, spelen wij flexibel in op kansen op lange termijn. Zo schakelden we in Azië over van Japan in de jaren 1980 naar Zuid-Korea in de jaren 1990 en naar India en China sinds 2005. Evenzo belegden we in het verleden in fossiele brandstoffen en de autosector, maar zijn we steeds meer opgeschoven naar biofarmaceutica en internetbedrijven.

Eind 2020 situeren onze belangrijkste beleggingen zich in Azië, in het bijzonder China en India, in converteerbare obligaties van Amerikaanse biotechnologiebedrijven en in groeisectoren in Europa en de VS. In China hebben we grote posities in **FUFENG** en **DALI FOODS**, beide actief in de voedingsindustrie, in **VIPSHOP HOLDING** en **MAN WAH HOLDINGS**, en in software/IT met **CHINASOFT**. We houden beleggingen gewoonlijk lange tijd aan, maar soms moeten we veel sneller schakelen. Dat was bijvoorbeeld het geval bij **ZHONGSHENG GROUP** en **SHANDONG WEIGAO**, waarop we na minder dan twaalf maanden het grootste deel van onze winst namen omdat de onderliggende beleggingen zeer snel in waarde waren gestegen. In India heeft onze strategie het afgelopen jaar niet zo goed gedaan. Het land onderging zijn grootste economische krimp sinds de onafhankelijkheid en onze posities waren vooral gelinkt aan de binnenlandse economie. We hebben echter niet ingrijpend bijgestuurd, want de pandemie heeft weliswaar enkele gebreken van het land blootgelegd, maar ook getoond wat voor enorme vooruitgang de Indiase democratie de twee afgelopen decennia heeft geboekt. Een van de belangrijkste verwezenlijkingen was dat de overheid er dankzij een nieuw biometrisch identificatieprogramma in is geslaagd om haar burgers rechtstreeks financieel te steunen. Dat programma heeft geholpen om een totale instorting van de economie te voorkomen en zelfs Bill Gates roemde het land als een voorbeeld van vooruitgang⁸. In India zijn we nog altijd sterk blootgesteld aan de financiering van huisvesting via **INDIABULLS HOUSING FINANCE** en aan landbouwtechnologie via **UPL LIMITED**. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** moest een vreselijke financiële crisis het hoofd bieden, maar voor volgend jaar hebben wij goede hoop. Het management heeft het bedrijf prima door een verraderlijk klimaat geloodst en de situatie is nu gestabiliseerd met minder concurrenten. **UPL LIMITED** deed het beter, maar leverde geen uitstekend aandelenrendement omdat beleggers zich zorgen begonnen te maken over de schuldgraad. Naarmate de macro-economische situatie stabiliseert, is gezien de goedkope waarderingen en goede groeivoorzichten volgens ons de kans groot dat deze Indiase bedrijven met een ijzersterk managementteam een goed aandelenrendement zullen realiseren.

Hoewel we in vergelijking met de wereldwijde index sterk zijn overwogen in Azië, hebben we ook nog aanzienlijke beleggingen in Europa en de Verenigde Staten. In die regio's vermijden we meestal beleggingskolossen als Apple, Facebook en Microsoft, maar gaan we op zoek naar underdogs in de hoop enkele bedrijven te vinden die kunnen uitgroeien tot de marktleiders van morgen. Onze grootste beleggingen zijn in de consolidatie van de sector machineverhuur via **ASSTEAD** en **UNITED RENTALS**, de flexibele kantoorverhuur via **IWG** (ook bekend als **REGUS**), de

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

fintech via **NORWEGIAN FINANS** en de modernisering van de detailhandel via **ZEBRA TECHNOLOGY**. De afgelopen maanden zagen we ook enkele nieuwe kansen in converteerbare obligaties van Amerikaanse biotechnologiebedrijven, zoals **HORIZON THERAPEUTICS**, **COHERUS BIOSCIENCES** en **HALOZYME THERAPEUTICS**.

In traditionele sectoren zoals machineverhuur, flexibele kantoorruimte en financiële diensten zoeken we naar bedrijven die een zeer grote markt aanboren en hun klanten een beter product of betere oplossing aanreiken, waardoor zij na verloop van tijd een bijzonder winstgevend bedrijfsmodel ontwikkelen. In machineverhuur vervangen **ASHTeAD** en **UNITED RENTALS** het directe bezit van grote machines met huurformules, waardoor hun klanten (infrastructuurbouwers ...) beschikken over de juiste machine op de juiste plaats op het juiste moment. Beide bedrijven profiteren van aanzienlijke netwerkeffecten en realiseren dankzij hun nationale dekking in de VS hogere marges dan kleinere concurrenten. **UNITED RENTALS** en **ASHTeAD** hebben daardoor hun sectoren kunnen consolideren en gaan daar wellicht ook in de nabije toekomst mee verder. **IWG** verhuurt bedrijven over de hele wereld kantoren op korte tot middellange termijn. Het beschikt net zoals zijn tegenhangers in machineverhuur over een enorm netwerk en is samen met WeWork een van de weinige spelers die grote bedrijven een mondiale oplossing kunnen aanbieden. Deze drie bedrijven hebben in de eerste maanden van het jaar een zeer slecht aandelenrendement geleverd en zijn nadien snoeihard opgeveerd toen beleggers de kracht van hun bedrijfsmodellen begonnen in te zien. Een bedrijf zoals **IWG** zou uiteindelijk van de crisis kunnen profiteren, want managementteams van grote ondernemingen beginnen het als een voordeel te zien wanneer zij hun personeel geografisch kunnen spreiden en niet alle personeelsleden in een dure hoofdzetel in een stadscentrum moeten huisvesten. De wereld is wel veranderd, maar de meeste mensen zullen niet permanent blijven thuiswerken en ook aan infrastructuurwerken en dus de verhuur van zware machines blijft er hopelijk nood.

Een succesverhaal van het afgelopen jaar zijn onze diverse beleggingen in de gezondheidszorgsector, zoals **HORIZON THERAPEUTICS** en **SHANDONG WEIGAO**. Zij danken hun succes niet aan het coronavirus, maar aan de behandelingen die zij voor uiteenlopende menselijke aandoeningen hebben gevonden. Nu de wereldbevolking vergrijsd en we trachten om langer een gezonder leven te leiden, is de behoefte aan geavanceerdere behandelingen exponentieel gegroeid in het Westen, maar ook in China en zelfs India. Dankzij de redelijke waarderingen en het bestaan van aantrekkelijke converteerbare obligaties is de risico- en rendementsverhouding in deze sector voor ons aanvaardbaarder dan in enkele andere groeisectoren, zoals software. Door de snelle stijging van enkele beleggingen is er in dit deel van de portefeuille enig verloop geweest. We hebben nu grote posities in **PACIRA BIOSCIENCES**, dat een nieuwe manier heeft gecommercialiseerd om verdovingsmiddelen toe te dienen, **HALOZYME THERAPEUTICS**, dat eveneens een octrooi heeft genomen op een nieuw systeem voor de toediening van geneesmiddelen en een sterke groei van het aantal goedgekeurde behandelingen kent, **COHERUS BIOSCIENCE**, dat diverse biologische geneesmiddelen in de pijn heeft zitten, en tot slot **JAZZ PHARMACEUTICALS**, dat met succes een behandeling tegen slaapstoornissen op de markt heeft gebracht en interessante geneesmiddelen tegen kanker in ontwikkeling heeft die voor een forse koersstijging kunnen zorgen.

In vergelijking met indices heeft onze strategie tot slot meer posities in kleine bedrijven, is ze sterker geconcentreerd en is ze meer gericht op Azië. Dat heeft ons afgelopen jaar geen windeieren gelegd en blijft volgens ons een interessante aanvulling op wereldwijde indexbeleggingen en onze andere actieve beleggingsstrategieën.

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 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.
