



1. Contexte économique et environnement de marché

À l'heure où j'écris ces lignes, l'épidémie de coronavirus est malheureusement devenue une crise sanitaire majeure qui affecte, directement et indirectement, la majeure partie de la population mondiale. Les mesures de lutte contre la pandémie prises par divers gouvernements à travers le monde ont placé plusieurs milliards de personnes en confinement. Elles ont paralysé des secteurs majeurs de l'économie et auront un impact économique considérable. À court terme, les statistiques économiques seront très mauvaises. Cependant, comme nous l'avons observé maintes fois, les choses finiront par s'améliorer. En tant qu'investisseur, j'ai parfaitement conscience du caractère préoccupant de la situation actuelle et je m'appuie sur certaines règles de conduite pour tenter de surmonter cette crise.

Un trading guidé par la panique et les réactions épidermiques pourrait détruire plus de valeur que la crise elle-même. En raison du niveau élevé d'incertitude, les marchés actions sont actuellement extrêmement volatils. Il n'est pas rare que les grandes entreprises voient leurs actions fluctuer de plus de 10%, à la hausse ou à la baisse, durant plusieurs jours de bourse consécutifs. Tenter de prévoir ces mouvements à court terme s'avère aussi difficile que deviner la prochaine combinaison gagnante à la loterie. Si beaucoup de gens prétendent y parvenir, je n'ai rencontré personne gagnant sa vie ainsi. Vendre dans la panique et rester à l'écart du marché en attendant le retour d'un environnement économique plus favorable peut également s'avérer destructeur de valeur. En réalité, le marché boursier est un indicateur avancé qui a tendance à précéder les véritables problèmes économiques. En 2009, durant la dernière crise financière, certaines des meilleures journées boursières se sont déroulées alors que le chômage augmentait. Vendre dans un environnement économique difficile et acheter lorsque les choses semblent aller mieux conduit souvent à vendre à des niveaux planchers pour acheter à des sommets. Dans le contexte volatil actuel, il est essentiel pour les investisseurs de maintenir leurs objectifs d'investissement à long terme, tout en évitant de prendre des décisions hâtives. Cela étant dit, nous adopterons les mesures adéquates si nous estimons que l'évolution du contexte économique accroît considérablement le risque à long terme ou réduit significativement le potentiel de rendement à long terme d'une action.

De nombreux investisseurs se demandent aujourd'hui s'il est opportun de renforcer leurs positions. De manière incontestable, le marché boursier dans son ensemble est moins cher qu'en début d'année. Toutefois, la décision d'acheter ou non dépend des situations personnelles. Cette crise sanitaire risque malheureusement d'avoir des conséquences économiques importantes, notamment une augmentation du chômage et du nombre de faillites, ce qui rend indispensable le maintien d'une épargne en liquidités. Il serait regrettable que des investisseurs accroissent leur exposition au marché boursier et voient leur situation financière les contraindre, quelques semaines ou mois plus tard, à vendre dans la panique. Pour ceux qui bénéficient d'une situation financière personnelle solide et adoptent un horizon d'investissement d'au moins trois ans, l'heure est probablement venue de renforcer légèrement les investissements en actions.

L'épidémie actuelle touche trois sphères essentielles de nos sociétés : la santé publique, l'économie réelle et la sphère financière. Ces trois sphères étant étroitement imbriquées, tout problème apparaissant dans l'une d'elles peut créer un effet domino dévastateur s'il n'est pas maîtrisé rapidement. Plus les gouvernements, les entreprises et les banques centrales affronteront rapidement les problèmes surgissant dans une sphère, moins les conséquences à long terme seront dommageables. Plusieurs camps sont déjà en train d'émerger. Les pays d'Asie orientale – principalement la

Corée du Sud, le Japon, Singapour, la Chine et Taïwan – ont été les premiers à maîtriser la crise sanitaire, ce qui leur laisse désormais une plus grande marge de manœuvre pour affronter les problèmes économiques et financiers¹. En Europe, nous traversons actuellement la phase la plus aiguë de la crise sanitaire et les gouvernements ont pris des mesures inédites concernant l'économie (salaires et prêts garantis, subventions, etc.) et les marchés financiers (par exemple, un assouplissement quantitatif visant le resserrement des spreads obligataires), afin de limiter la contagion. Après quelques semaines de complaisance, le gouvernement américain prend enfin conscience de la crise potentielle et adopte des mesures agressives sur tous les fronts : abaissement des taux d'intérêt à 0%, assouplissement quantitatif massif, plan de relance de 2 000 milliards de dollars pour soutenir les employés et l'économie, confinement des villes pour limiter la propagation du virus. Si elles s'avèrent nécessaires pour éviter une dépression économique de grande ampleur, les mesures prises pour secourir l'économie et les marchés financiers auront un impact à long terme sur le rendement potentiel des différentes classes d'actifs. Le premier impact majeur est l'accroissement de la dette des gouvernements nationaux, déjà très endettés. Alors que la dette publique américaine s'élève à plus de 100% du PIB, le premier plan de sauvetage annoncé se traduira par un endettement de 10% supplémentaires. Dans ce contexte, il n'est guère étonnant que le président américain continue de pousser la réserve fédérale à baisser les taux afin de maîtriser la facture liée au versement des intérêts. En Europe, l'endettement public est également très élevé, sauf en Allemagne et dans d'autres pays d'Europe du Nord. Tout comme aux États-Unis, les plans de relance agressifs des États nécessiteront le maintien de faibles taux d'intérêt sur une longue période. Toutes ces mesures indiquent que nous n'assisterons probablement pas à une hausse des taux d'intérêt avant longtemps.

L'autre événement économique majeur de cette crise est l'effondrement des prix du pétrole, dû à l'effet combiné de l'affaiblissement de la demande et de l'offre excédentaire de l'Arabie Saoudite, de la Russie et des producteurs américains de gaz de schiste. Cette situation représente un véritable désastre pour les économies du Moyen-Orient et la Russie, qui dépendent fortement des hydrocarbures. Elle constitue également une mauvaise nouvelle pour l'économie américaine, qui avait surmonté la crise de 2009 en partie grâce au « boom du schiste ». Elle favorise en revanche l'Europe, susceptible d'augmenter quelque peu les taxes sur le gaz pour financer sa transition verte, ainsi que l'Asie, qui produit très peu de pétrole et de gaz et dépend essentiellement des importations pour son approvisionnement énergétique. Dans des économies comme l'Inde, où le prix du pétrole a un impact important sur les équilibres macroéconomiques et le budget des ménages, l'effondrement des cours renforce la marge de manœuvre des banques centrales pour réduire les taux d'intérêt et accroît le pouvoir d'achat des ménages pour relancer la consommation après la crise sanitaire.

Comment tous ces événements se traduisent-ils en décisions d'investissement ? De manière quasiment certaine, le trading agressif, les transactions de « market timing » et le retrait du marché pendant un certain temps s'avéreront destructeurs de valeur. Les banques centrales et la plupart des gouvernements semblent décidés à adopter des mesures exceptionnelles afin d'éviter une crise financière et un effondrement de l'économie réelle. Cette politique aura un impact sur les bilans des États et se traduira probablement par des taux bas pendant plus longtemps, ce qui devrait soutenir les valorisations des actions. Comme l'indique le graphique ci-dessous, les valorisations sont actuellement proches de leurs niveaux planchers.

¹ Ceux qui souhaitent en savoir plus sur la manière dont l'Asie a abordé la crise sanitaire, par rapport à l'Europe, peuvent consulter le site <https://www.scmp.com/news/world/europe/article/3077824/why-europes-hospitals-among-best-world-are-struggling-coronavirus>

Chart 19: Global Price-to-book trailing



Source: BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Autre variable clé dominant les marchés boursiers, les bénéfices devraient enregistrer un recul significatif pendant plusieurs trimestres, avant de se redresser en 2021. Alors que le marché américain représente environ 60% de l'indice MSCI All World, l'indice S&P500 se révèle un indicateur intéressant en la matière. Dans une étude réalisée le 1^{er} avril, Goldman Sachs a analysé l'impact du confinement sur les bénéfices et constaté que ceux du S&P500 pourraient chuter de 33% en 2020, avant de récupérer la majeure partie du terrain perdu en 2021. Nous estimons quant à nous que les marchés asiatiques, notamment le Japon et la Chine, sont susceptibles de faire un peu mieux.

Exhibit 1: GS top-down EPS forecasts versus consensus bottom-up estimates

	2017	2018	Goldman Sachs top-down			Consensus bottom-up		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
S&P 500 ex-Financials, Utilities, Real Estate								
Sales Per Share	\$1016	\$1111	\$1164	\$980	\$1180	\$1164	\$1187	\$1264
Year/Year growth	7 %	9 %	5 %	(16)%	20 %	5 %	2 %	6 %
Profit Margin	10.0%	11.3%	10.7%	8.7%	11.2%	10.7%	10.1%	11.2%
Year/Year growth	57 bp	122 bp	(54)bp	(201)bp	252 bp	(54)bp	(64)bp	111 bp
S&P 500 adjusted EPS	\$133	\$163	\$165	\$110	\$170	\$165	\$159	\$183
Year/Year growth	12 %	23 %	1 %	(33)%	55 %	1 %	(3)%	15 %

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Une analyse plus granulaire des bénéfices permet de préciser l'impact sectoriel et montre qu'une grande partie des bénéfices ne devrait pas être trop affectée par le confinement. Les secteurs qui y contribuent largement, comme les technologies de l'information (19% des bénéfices), les soins de santé (16% des bénéfices) et les services de communication (10% des bénéfices), devraient se montrer relativement résistants et rebondir rapidement en 2021. Ce scénario suppose que les gouvernements contrôlent rapidement l'épidémie et gèrent ses impacts financiers et économiques de manière appropriée. Goldman Sachs estime, dans l'étude précitée, qu'une épidémie virale prolongée et une reprise économique plus tardive feraient plonger les bénéfices du S&P500 de 30% en 2021 par rapport à 2019.

Exhibit 13: GS top-down vs. consensus bottom-up sector EPS estimates

	2018A	2019A	GS Top-Down				Cons. Bottom-Up	
			Contribution		EPS growth		EPS growth	
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Utilities	\$5	\$5	\$5	\$5	1 %	6 %	5 %	4 %
Consumer Staples	11	11	11	12	1	10	3	7
Health Care	25	27	26	30	(1)	14	4	11
Comm Services	16	17	14	19	(17)	34	(3)	16
Information Technology	32	32	24	35	(26)	49	4	16
Real Estate	4	4	3	4	(30)	30	10	6
Financials	29	30	17	29	(45)	70	(4)	7
Materials	5	4	2	4	(51)	95	(1)	20
Industrials	16	15	6	15	(61)	149	(13)	30
Consumer Discretionary	13	13	3	13	(78)	374	(9)	27
S&P 500 ex-Energy	154	158	111	166	(30)	50	(1)	14
Energy	9	6	(1)	4	(108)	NM	(66)	96
S&P 500 EPS	\$163	\$165	\$110	\$170	(33)%	55 %	(3)%	15 %

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

En conclusion, dans ce monde incertain, nous pensons que les marchés boursiers internationaux offrent une opportunité d'investissement relativement attrayante : ils sont diversifiés, liquides et dotés d'un bon potentiel, alors que les niveaux de valorisation avoisinent un plancher historique. Les risques extrêmes ne sont toutefois pas absents. Les scénarios d'une épidémie hors de contrôle, d'une explosion des chiffres du chômage ou d'une contagion financière accrue ne peuvent être totalement exclus. Par conséquent, disposer d'un confortable volant de trésorerie s'avère plus important que jamais. Pour les investisseurs ayant des perspectives de long terme et cherchant à protéger leur pouvoir d'achat, le marché boursier mondial continue d'offrir une opportunité d'investissement attrayante.

2. Nos convictions

L'épidémie de coronavirus n'a pas épargné notre stratégie, la plupart des entreprises étant touchées directement ou indirectement. Il est toutefois important de rappeler que la valeur d'une action est déterminée par les cashflows générés durant la vie de l'entreprise. Tant qu'une crise ne contraint pas une entreprise à lever des capitaux alors que sa valorisation a fortement chuté et n'affecte pas significativement son modèle économique à long terme, la valeur intrinsèque de l'entreprise ne varie pas fondamentalement, même si l'action est en forte baisse. En continuant de privilégier l'achat, à des valorisations raisonnables, d'entreprises de premier plan dans des secteurs en croissance, nous pensons parvenir à surmonter cette tempête et à générer de bonnes performances².

L'analyse des résultats de nos investissements montre que la plupart des meilleures performances ont été réalisées en Chine. Ce constat est logique, car le pays a émergé le premier de la pandémie et nombre de nos investissements n'ont été que temporairement affectés par le confinement. Dans leur grande majorité, nos investissements en obligations convertibles se sont également avérés plus performants que le marché, le « plancher obligataire » offrant une certaine protection. Nos investissements dans les valeurs financières, dont les modèles d'affaires sont généralement plus sensibles aux crises économiques, sont ceux qui ont le plus souffert. Les sociétés de prêt à la consommation comme **NORWEGIAN FINANS HOLDING** ont été pénalisées par des anticipations de taux de défaut plus élevés. Quoique ces prévisions soient justifiées, toute crise est temporaire et affecte également les concurrents. Grâce à son marketing direct efficace, son importante assise financière et son contrôle des risques rigoureux, une entreprise telle que **NORWEGIAN FINANS HOLDING** devrait traverser la crise plus aisément que des concurrents de moindre envergure et accroître, à long terme, ses parts de marché. Un montant raisonnable de crédit à la consommation peut également aider certains ménages à améliorer leurs flux de trésorerie à court terme lorsqu'ils traversent une période

² Aucune garantie de résultat ou de performance

difficile. L'action se négocie à 3,6 fois les bénéfices. Inférieur à la valeur comptable, son cours actuel reflète une réaction excessive aux pertes sur prêts potentiellement liées à cette crise.

La plupart de nos investissements en Inde, notamment **UPL**, **L&T TECHNOLOGY**, **ADANI PORTS** et **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, ont également chuté en raison des prévisions de ralentissement économique mondial. Nous pensons qu'à long terme, le virus n'aura pas d'impact sur la nécessité d'améliorer et d'accroître l'efficacité de l'agriculture, et **UPL** devrait finir par se rétablir. Une fois la phase de ralentissement temporaire dépassée, l'Inde aura toujours besoin de nouveaux ports, plus grands et plus efficaces, ce qui constitue la spécialité d'**ADANI PORTS**. D'autre part, les entreprises occidentales continueront à faire appel à des équipes d'ingénieurs bien formés et efficaces, ce qui bénéficiera à **L&T TECHNOLOGY**. Ces trois acteurs, dont les titres s'échangent à des ratios cours/bénéfices compris entre 5x et 9x, possèdent des modèles économiques compétitifs et continuent de répondre aux besoins de leurs clients. Les bénéfices 2020 feront l'objet de révisions à la baisse, mais la récente déroute boursière exagère les ajustements qui toucheront, éventuellement, les bénéfices de 2021, 2022 et des années suivantes.

Sur une note plus positive, nos investissements en Chine ont enregistré des performances raisonnables dans ce contexte. **VIPSHOP HOLDING** a poursuivi son redressement, enregistrant d'excellents résultats au 4e trimestre, assortis de perspectives positives pour 2020. L'entreprise a continué à récolter les fruits de ses efforts de restructuration entamés il y a deux ans, à travers un partenariat avec Tencent et Jd.com. Afin de réduire encore ses coûts logistiques, elle a conclu l'année dernière un accord avec un nouveau partenaire, SF Express. Le partenariat avec Tencent, premier réseau social de Chine, a permis à **VIPSHOP HOLDING** de relancer sa dynamique d'acquisition de clients. De plus, l'externalisation de sa logistique a eu un impact positif conséquent sur les marges. Alors que tous les magasins physiques de vêtements sont fermés, sa position de premier détaillant chinois à tarifs préférentiels en ligne s'avère particulièrement favorable. Les crises ont tendance à accélérer les évolutions fondamentales affectant les sociétés, et celle-ci ne devrait pas faire exception. Si le commerce électronique a déjà pris des parts de marché aux détaillants traditionnels ces dernières années, la pandémie ne fera probablement qu'accélérer cette transition. Malgré de bons résultats et des perspectives solides, le titre continue de s'échanger à un niveau de valorisation raisonnable – 9,6 fois les bénéfices estimés.

Au 1^{er} avril, environ 35% de nos investissements concernent des entreprises chinoises, dans l'alimentation avec **DALI FOOD**, le commerce électronique de vêtements avec **VIPSHOP HOLDING**, les meubles avec **MAN WAH HOLDING**, les logiciels avec **CHINASOFT** et les additifs et ingrédients alimentaires avec **FUFENG**. Ces entreprises se sont montrées relativement résistantes pendant la crise et devraient rebondir maintenant que l'économie chinoise est de nouveau en activité. En ce qui concerne l'Inde, notre exposition atteint environ 10%. Comme expliqué plus haut, elle concerne essentiellement les grandes entreprises dont les activités sont solides et en croissance. Compte tenu du niveau de pauvreté élevé et du manque relatif d'hygiène en Inde, le virus risque de toucher le pays de manière disproportionnée. Conscient de ces faiblesses, le gouvernement a été l'un des premiers à bloquer les voyageurs internationaux et a imposé un confinement avant la plupart des pays en développement. En dehors de l'Asie, nos investissements significatifs concernent les entreprises américaines de location d'équipements **ASSTEAD** et **UNITED RENTALS**, le prestataire de services de bureaux **IWG (REGUS)**, le fournisseur de services de recherche pharmaceutique et de marketing **SYNEOS HEALTH**, les magasins de proximité **ALIMENTATION COUCHE TARD**, le spécialiste de la logistique de distribution et de santé **ZEBRA TECHNOLOGIES** et le fabricant de médicaments **HORIZON PHARMACEUTICALS**. L'ensemble du secteur de la location d'équipements a tendance à souffrir en cas de récession majeure, car les entreprises cessent d'investir pour conserver un maximum de liquidités. Cependant, de grandes entreprises telles que **UNITED RENTALS** et **ASSTEAD** disposent de quelques avantages. Tout d'abord, leurs coûts les plus importants sont liés aux achats de nouveaux équipements. Or ces achats peuvent être rapidement ralentis, voire interrompus pendant un certain temps. Deuxièmement, leur large portefeuille d'équipements et leur exposition géographique permettent à ces entreprises d'amortir le choc plus aisément que leurs concurrents plus petits. Si les projets de construction ont probablement subi un coup d'arrêt dans certains foyers d'infection comme New York, ils se poursuivent ailleurs. Enfin, **ASSTEAD** et **UNITED RENTALS** ont un bien meilleur accès au financement que leurs concurrents de moindre envergure, ce qui devrait leur permettre de gagner des parts de marché dans la phase de reprise du secteur. La location d'équipements a également tendance à se redresser beaucoup plus rapidement que les activités très cycliques, car elle bénéficie des programmes de construction publics et constitue une solution souple pour les entreprises industrielles souhaitant relancer rapidement leurs opérations.

Le titre **IWG** a été sévèrement pénalisé par la pandémie, mais l'entreprise est susceptible, à long terme, de tirer parti de la crise. Premièrement, cette crise constituera un défi important pour les concurrents comme WeWork, ou les petites entreprises qui dépendent principalement de bureaux dans des villes chères telles que Londres, New York, San Francisco et Shanghai. Ces entreprises ayant des bureaux dans les foyers de l'épidémie seront probablement celles qui souffriront le plus de modèles économiques fondés sur l'endettement. Deuxièmement, cette crise entraînera probablement une montée en puissance des régimes de travail flexibles, répartis entre le bureau et le domicile. Cette évolution pourrait profiter à **IWG**, qui offre le plus vaste réseau de bureaux flexibles au monde, avec des antennes dans les villes de toutes tailles. Comme dans toutes les crises, la reprise des marchés actions sera plus longue que la chute, mais cet investissement devrait s'avérer rentable pour les investisseurs patients.

Enfin, nous sommes exposés au secteur de la santé à travers nos investissements dans **HORIZON PHARMACEUTICALS** et **SYNEOS HEALTH**. Concepteur et acquéreur de médicaments traitant les maladies rares, **HORIZON PHARMACEUTICALS** a enregistré de très bons résultats par rapport à l'ensemble du marché. Cet investissement a été identifié grâce à notre sélection d'obligations convertibles, et nous avons été séduits par l'expérience éprouvée de l'équipe de direction dans la détection et le développement de produits de niche. L'entreprise a cumulé une série de succès, générant d'excellents rendements par rapport au marché. Bien qu'appartenant à un secteur défensif, le titre **SYNEOS HEALTH** a été affecté par la récente débâcle du marché. Nous estimons toutefois que ses perspectives à long terme demeurent intactes. L'entreprise s'appuie sur deux activités principales : l'externalisation de la recherche clinique et l'externalisation du marketing pour les entreprises pharmaceutiques de toutes tailles. En combinant ces deux services, **SYNEOS HEALTH** est la seule entreprise au monde capable d'offrir une solution complète – recherche clinique et commercialisation des nouveaux médicaments – aux sociétés biopharmaceutiques, ce qui permet à ses clients de se consacrer pleinement à la recherche fondamentale sur les médicaments. Si l'activité risque d'être perturbée par la pandémie pendant quelques trimestres, à plus long terme, le secteur pharmaceutique continuera à avoir besoin de plateformes rendant la recherche clinique et la commercialisation des médicaments aussi efficaces que possible.

Alors que les entreprises du monde entier sont soumises à rude épreuve, les gens continueront à vivre et auront toujours besoin de consommer, et même de voyager. Nous pensons que la détention d'actifs réels, gérés par des équipes de gestion entrepreneuriales, finira par porter ses fruits et restons extrêmement confiants dans cette approche d'investissement.

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 mars 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.
