

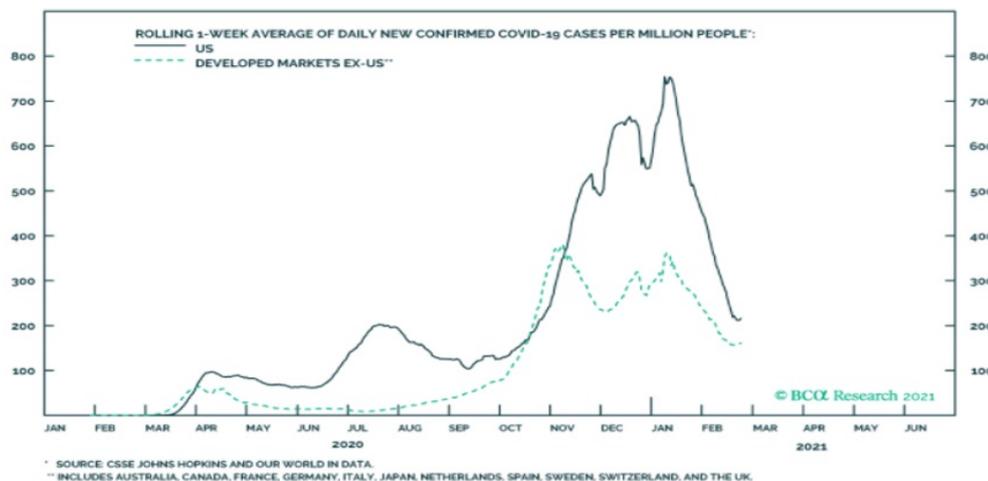


Jacques Berghmans

1. Contexte économique et environnement de marché

À l’instar des 12 derniers mois, le Covid-19 continue malheureusement de sévir et d’affecter toutes les sphères de l’économie et de la société. À l’heure où nous écrivons, le président français vient d’annoncer un nouveau mois de confinement pour tenter de contrôler une troisième vague qui s’amplifie rapidement, et l’épidémie semble être un cauchemar sans fin pour bon nombre d’habitants de la planète. En tant que financier habitué à analyser les chiffres et les tendances, je pense toutefois que nous commençons désormais à voir la lumière au bout du tunnel. L’Asie semble avoir largement contrôlé l’épidémie, les États-Unis et le Royaume-Uni déploient désormais des vaccins de manière efficace et nous pouvons espérer que l’Europe, après quelques dissensions politiques, parvienne à s’unir et à résoudre la crise sanitaire. La principale raison de mon optimisme est l’efficacité des nouveaux vaccins pour lutter contre la maladie, comme en témoigne la baisse spectaculaire des taux d’infection en Israël, au Royaume-Uni et aujourd’hui aux États-Unis.

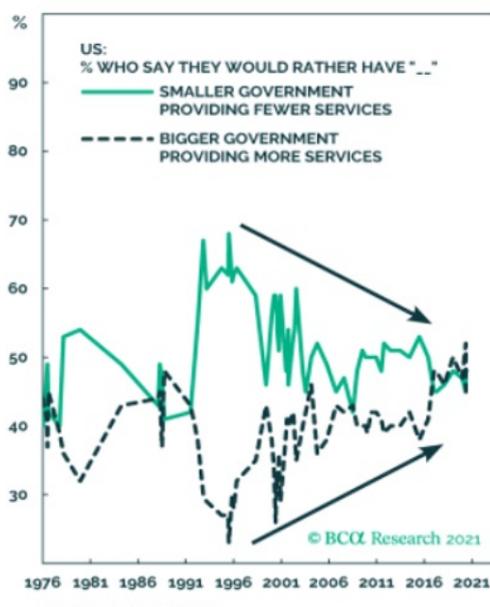
LA FIÈVRE TOMBE



Alors que nous sortons lentement de la crise sanitaire, nous obtenons désormais une image plus nette des conséquences politiques, économiques et financières de la pandémie. Aux États-Unis, le Covid-19 a probablement coûté la victoire aux élections présidentielles à Donald Trump et nous assistons à un retour à des politiques plus centristes, avec une importance croissante de l’État fédéral. L’une des premières décisions du nouveau président américain Joe Biden est l’approbation en mars d’un plan de relance de 1 900 milliards de dollars, qui vient s’ajouter à celui de 900 milliards de dollars voté en décembre. Le nouveau président considère ce plan comme une première

étape et vient d'annoncer un plan d'infrastructure ambitieux¹ pour reconstruire un réseau de transport en piteux état et décarboner l'économie américaine. Dans le pays du pétrole, du gaz de schiste et du capitalisme sans retenue, certaines mesures devront probablement être édulcorées, mais le changement d'orientation politique par rapport aux cinq dernières années est considérable. De la même manière, l'Union européenne a voté un plan de relance de 1 800 milliards d'euros, le plus grand jamais approuvé par l'UE². Ces programmes budgétaires massifs devraient contribuer à relancer l'économie mais vont également marquer une rupture par rapport à l'orthodoxie qui dominait les marchés ces dernières années. Depuis les craintes liées à l'inflation vers la fin des années 1970 en Europe et aux États-Unis, les politiques économiques ont majoritairement favorisé des déficits budgétaires limités et ciblé un faible taux d'inflation. La pandémie semble avoir sonné le glas de ces politiques dans le monde occidental, tous les gouvernements privilégiant désormais des politiques monétaires accommodantes (taux bas, programmes d'achats d'obligations par les banques centrales) et une expansion budgétaire agressive financée par les déficits publics. Dans un récent article intitulé « Requiem for Volcker and the Gipper », BCA Research explique que le public américain semble avoir changé d'opinion sur la nécessité d'avoir un « gouvernement limité ». La majorité des gens pensent désormais que le gouvernement devrait adopter une approche bien plus proactive. Cette tendance commençait déjà à se dessiner sous la présidence de Donald Trump, qui a déclenché une guerre commerciale et était beaucoup moins préoccupé par les déficits que les précédentes administrations républicaines. Ce changement d'humeur politique se reflète dans l'ampleur des mesures de relance post-crise. En 2009 et 2010, l'administration Obama avait dépensé l'équivalent de 5% du PIB américain pour éviter une dépression. La crise du Covid en revanche conduira l'administration américaine à consacrer pas moins de 26% du PIB à diverses mesures de relance économique.

"LE GOUVERNEMENT LIMITÉ" SE DÉMODE



L'autre conséquence majeure de la crise du Covid est la montée en puissance de l'Asie et en particulier de la Chine. Bien que le taux de croissance chinois se soit effondré en 2020, le pays a néanmoins enregistré une croissance positive et semble bien parti pour afficher en 2021 une croissance similaire à celle de 2019. Il est intéressant de noter que ce redressement a été obtenu en grande partie sans l'expansion monétaire et budgétaire musclée observée dans le monde occidental. D'où le caractère beaucoup plus « normal » des taux obligataires : les emprunts d'État chinois présentent ainsi un rendement de 3%, soit près du double des emprunts américains et infiniment plus que les emprunts d'État européens. Malgré une économie solide et un système financier relativement sain, les actions chinoises représentent toujours moins de 10% des indices mondiaux. Chez TreeTop, nous considérons plus que jamais qu'il importe de regarder au-delà de nos frontières européennes lorsqu'il s'agit d'investir. La Chine est désormais la

¹ <https://www.economist.com/united-states/2021/04/01/joe-biden-unveils-americas-most-ambitious-infrastructure-plan-in-generations>

² https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en

première économie mondiale en termes de parité de pouvoir d'achat et nous continuons à identifier des entreprises très intéressantes se négociant à des niveaux de valorisation raisonnables.

Pour les investisseurs, les politiques monétaires agressives des gouvernements occidentaux auront des conséquences à court et à long terme. Ces douze derniers mois, nous avons assisté à un rebond marqué des prix des actifs, des obligations à l'immobilier en passant par les actions. En Belgique, les prix de l'immobilier ont augmenté de 5,7% en 2020³ malgré une contraction de 6,4% du PIB. L'immobilier américain a connu l'une des plus fortes hausses en valeur de ces dernières années⁴ et le même constat vaut pour différents pays européens⁵. Nous n'avons jamais prétendu être des experts de l'immobilier, mais compte tenu du nombre de défis économiques auxquels sont confrontés les pays occidentaux et de la stagnation des salaires, il y a lieu de s'interroger sur la soutenabilité d'une telle augmentation de valeur. Le marché obligataire semble encore plus problématique. S'agissant des emprunts d'État, nous ne pouvons plus parler de « marché » car les banques centrales feront tout ce qui est en leur pouvoir pour maintenir le rendement proche de zéro. Par rapport à la crise de 2009, les banques centrales et les gouvernements se sont également montrés beaucoup plus actifs pour soutenir les entreprises, ce qui a permis à la plupart d'entre elles de continuer à emprunter à des taux très bas. L'avantage de ces politiques est qu'elles soutiennent l'activité économique, du moins à court terme. Le risque est que les entreprises dotées de modèles économiques non soutenables ne soient pas restructurées, limitant le redéploiement du capital et de la main-d'œuvre. Pour les investisseurs en obligations d'entreprise, le soutien des banques centrales a apporté un soulagement à court terme, mais nous doutons que le rendement actuel offert par certaines entreprises fortement endettées offre suffisamment de protection contre les risques. De même, les places boursières mondiales ont fortement progressé depuis mars dernier, comme le montre le graphique ci-dessous.

PERSPECTIVE MONDIALE PER

LE PER MONDIAL À TERME EST ACTUELLEMENT SUPÉRIEUR À LA MOYENNE À LONG TERME



Source : BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

BofA GLOBAL RESEARCH

Bien qu'élevé par rapport aux multiples de valorisation observés récemment, le PER à 12 mois de 21x du marché actions mondial doit être mis en perspective avec le niveau extrêmement bas des rendements obligataires (1,7% pour les bons du Trésor américain actuellement contre plus de 6% en 2000) et des niveaux de bénéfices toujours déprimés du fait de la pandémie. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, le bénéfice par action (BPA) prévisionnel mondial calculé par la banque d'investissement Merrill Lynch a peu augmenté depuis 2007 et est désormais nettement inférieur à sa tendance à long terme.

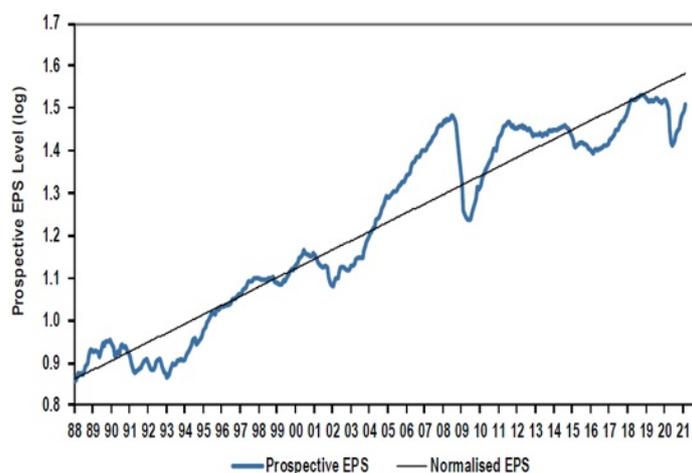
³ <https://www.lesoir.be/347130/article/2021-01-05/barometre-immobilier-le-prix-moyen-des-maisons-en-belgique-augmente-de-57-en#:~:text=En%202020%2C%20le%20prix%20moyen,en%20moyenne%20pour%20une%20maison>

⁴ <https://www.forbes.com/sites/brendarichardson/2021/01/26/housing-market-gains-more-value-in-2020-than-in-any-year-since-2005/?sh=25b102754fe0>

⁵ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/04/03/house-prices-in-the-rich-world-are-booming>

BPA PROSPECTIF MONDIAL ET BPA TENDANCIEL

LES PRÉVISIONS MONDIALES RELATIVES AU BPA SE SONT AMÉLIORÉES MAIS RESTENT INFÉRIEURES À LA TENDANCE À LONG TERME



Source : BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

BofA GLOBAL RESEARCH

Compte tenu des mesures de relance agressives et de la fin des mesures de confinement, un rebond prononcé des bénéficières nous semble possible et rendrait les investissements en actions mondiales intéressants, du moins bien plus rentables que les autres actifs financiers.

2. Nos convictions

Un an seulement après le plus fort de la pandémie, je suis ravi de constater que toutes nos stratégies d'investissement ont fortement rebondi. En particulier, notre stratégie axée sur les sociétés de croissance, présentant une valorisation raisonnable, a généré de très bons résultats grâce à diverses valeurs allant du commerce en ligne de vêtements en Chine aux entreprises pharmaceutiques innovantes. Les premiers mois de l'année ont été marqués par une poursuite de cette tendance, nos cinq principales contributions à la performance provenant de **NORWEGIAN FINANS HOLDING**, l'une des principales fintechs spécialisées dans le crédit à la consommation dans les pays scandinaves, **UNITED RENTALS**, la plus grande société de location d'équipements aux États-Unis, **UPLL**, l'un des principaux producteurs indiens de pesticides et d'herbicides, **ALLIANCE DATA SYSTEMS**, une société de crédit à la consommation aux États-Unis, et **VIPSHOP HOLDING**, l'une des principales plateformes de ventes de vêtements en ligne à prix réduits en Chine. D'autres investissements qui se sont très bien comportés l'an dernier, comme **HORIZON PHARMACEUTICALS**, développeur américain de médicaments ciblant les maladies rares, **ZEBRA TECHNOLOGY**, premier fabricant de solutions à code-barres, et **ZOOPLUS**, premier distributeur en ligne d'aliments et de jouets pour animaux de compagnie en Europe, ont continué à enregistrer d'excellents résultats ces trois derniers mois.

Certains de ces investissements soulignent qu'un titre de bonne qualité ne progresse pas nécessairement de manière linéaire et nécessite parfois des nerfs d'acier pour la conserver en portefeuille. Lorsque nous avons établi une position dans **VIPSHOP HOLDING** il y a quelques années, notre thèse était que la société, qui était un acteur dominant de la distribution de vêtements en ligne en Chine, bénéficiait d'une marge de croissance importante et que le titre ne reflétait pas son potentiel. Notre thèse s'est vérifiée et les bénéficières affichés actuellement par la société sont encore meilleurs que nous ne l'espérions à l'époque, mais le chemin pour y parvenir s'est montré plus proche de l'enfer que du paradis. La société a d'abord fait face à une correction agressive après le ralentissement de son activité principale, qui a vu le titre plonger de 15 HKD à un peu plus de 4 HKD, et ce malgré un investissement important de Tencent, l'une des sociétés Internet la plus respectée en Chine, à environ 12 HKD par action. Nous avons négocié le titre mais avons néanmoins dû subir de lourdes pertes avant qu'un redressement réussi il y a 18 mois ne commence à inverser la tendance négative de l'action. La pandémie a fortement accéléré le redressement de **VIPSHOP HOLDING** et de ses actions pour finalement produire les excellents résultats que nous anticipions. Ce même constat vaut également pour

UPLL, ZOOPLUS et les sociétés de location d'équipement **AHSTEAD** et **UNITED RENTALS**. Ces sociétés présentaient toutes un potentiel de croissance intéressant, mais ont été un temps pénalisées par un ralentissement macroéconomique, des résultats à court terme décevants, l'irrationalité du marché ou une combinaison de ces facteurs et d'autres facteurs.

ASSTEAD et **UNITED RENTALS** sont d'excellentes études de cas et ont vu leurs actions chuter à deux reprises depuis que nous les avons achetées il y a quelques années, le marché craignant qu'un ralentissement macroéconomique ne plombe fortement leurs bénéfices. Cet exemple reflète d'une certaine manière la nature court-termiste de nombreux investisseurs, sachant qu'un an de mauvais résultats n'affecte pas réellement la valeur à long terme d'une entreprise. L'ironie est qu'au fil des ans, ces sociétés ont construit un modèle économique contracyclique, leur permettant de générer des bénéfices plus stables en période de ralentissement que bien des entreprises supposées « résistantes ». Ces derniers trimestres ont donné raison à leurs équipes dirigeantes, les deux sociétés ayant continué à générer des bénéfices et des flux de trésorerie importants, leur permettant de poursuivre la consolidation du secteur de la location d'équipements aux États-Unis.

La pandémie a fortement affecté la plupart des sociétés financières, comme **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, **NORWEGIAN FINANS** et **ALLIANCE DATA SYSTEMS**, les investisseurs étant devenus plus prudents vis-à-vis des risques liés au crédit. Certaines de leurs préoccupations étaient certes justifiées dans un premier temps, mais les aides apportées aux populations par la plupart des gouvernements ont au final éliminé une partie de ces risques. Au plus fort de la correction observée en mars dernier, ces actions se négociaient à un très faible PER, de nombreux investisseurs s'interrogeant sur leur capacité à survivre. Douze mois plus tard, nous sommes heureux de constater que les actions concernées ont rebondi, que ces sociétés se portent bien et que leurs équipes dirigeantes ont des projets pour permettre à l'activité de prospérer. **NORWEGIAN FINANS** a même reçu une offre de rachat ces dernières semaines, même si nous avons soutenu sans réserve son rejet par l'équipe de direction. L'opération semblait être une offre opportuniste pour racheter une fintech de premier plan dans le crédit à la consommation, moyennant une forte décote. Nous considérons que le maintien de l'indépendance de la société ou le choix d'un meilleur partenaire permettraient de créer une valeur bien plus importante.

Tous nos investissements n'ont pas produit des résultats à la hauteur de nos attentes jusqu'à présent. Notre position importante dans **FUFENG**, le plus grand producteur chinois d'acides aminés, a déçu l'an dernier, la demande d'additifs alimentaires ayant été affectée par la pandémie alors que les restaurants étaient en grande difficulté. Dans le même temps, le prix du maïs, son principal coût de production, a fortement fluctué en Chine, ce qui a affecté les marges de la société. L'un des éléments plus positifs de cet environnement difficile est qu'il a réduit la pression concurrentielle dans la mesure où beaucoup de petites entreprises ont décidé de se retirer du segment. Nous pensons que chaque jour qui passe nous rapproche de la fin de la guerre des prix, ce qui devrait entraîner une réévaluation significative du titre.

Nous maintenons une forte conviction à l'égard notre stratégie, qui se compose principalement d'entreprises de taille moyenne à forte croissance, dirigées par des entrepreneurs en Asie, en Europe et aux États-Unis. Alors que la prédilection du marché se détourne des valeurs technologiques américaines au profit d'un plus vaste éventail d'entreprises assorties de caractéristiques « value », nous estimons être bien positionnés pour l'avenir. Malgré les gains enregistrés par plusieurs de nos investissements, la plupart de nos actions se négocient à des multiples raisonnables par rapport aux niveaux historiques et devraient offrir de bonnes performances aux investisseurs finaux⁶. Notre équipe reste à votre disposition pour toute question éventuelle et nous vous remercions de votre confiance, en particulier en cette période inhabituelle.

⁶ Pas de garantie de résultat, de performance.

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 2021

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.
