



Jacques Berghmans

1. Contexte économique et environnement de marché

Après un solide début d'année, les marchés actions mondiaux ont poursuivi leur trajectoire haussière, tirée cette fois-ci par un rebond des valeurs cycliques comme l'industrie minière, le transport maritime et l'acier. Récemment, un certain nombre d'économistes et d'investisseurs ont également commencé à s'inquiéter des risques inflationnistes, notamment aux États-Unis¹, où un rebond économique rapide a entraîné une hausse des prix de 5% en mai par rapport à l'année dernière. Les investisseurs redoutent à juste titre l'inflation, car celle-ci peut rapidement éroder le pouvoir d'achat de l'épargne et affecter les niveaux de valorisation des actifs. Après dix ans d'inflation à 5% par an, les liquidités sur un compte courant perdent près de 40% de leur pouvoir d'achat, les obligations à long terme davantage, et les multiples de valorisation en bourse tendent à se contracter. Il est toutefois très important de faire la différence entre un épisode temporaire d'inflation, qui n'est pas grave, et une inflation structurellement élevée, qui peut générer une série de problèmes.

L'inflation engendre le chômage et dépossède insidieusement ceux qui ont épargné (Margaret Thatcher, ancien Premier ministre de Grande-Bretagne)

Il n'existe pas de consensus sur ce qui cause l'inflation, les économistes monétaires l'attribuant exclusivement à une masse monétaire excessive, quand d'autres pointent un déséquilibre entre l'offre et la demande globales de biens et de services. L'une des conséquences malheureuses de la pandémie est qu'elle a entraîné à la fois une croissance exponentielle de la masse monétaire, en particulier aux États-Unis, et des perturbations de l'offre de services et de biens. Il existe de nombreuses preuves empiriques des récents goulets d'étranglement de l'offre, comme l'augmentation des coûts du transport maritime depuis l'Asie², la hausse des prix des voitures d'occasion³ et la montée des prix des matières premières, principalement du cuivre, du minerai de fer et du pétrole. La bonne nouvelle, c'est que beaucoup de ces phénomènes devraient être temporaires et que la hausse des prix des matières premières correspond davantage à un retour à des niveaux normaux par rapport aux niveaux déprimés de 2020. Nous observons déjà les signes d'un retour de certaines matières premières à des niveaux plus normaux, comme le bois aux États-Unis, dont le prix a chuté de 40% ces dernières semaines depuis son pic.

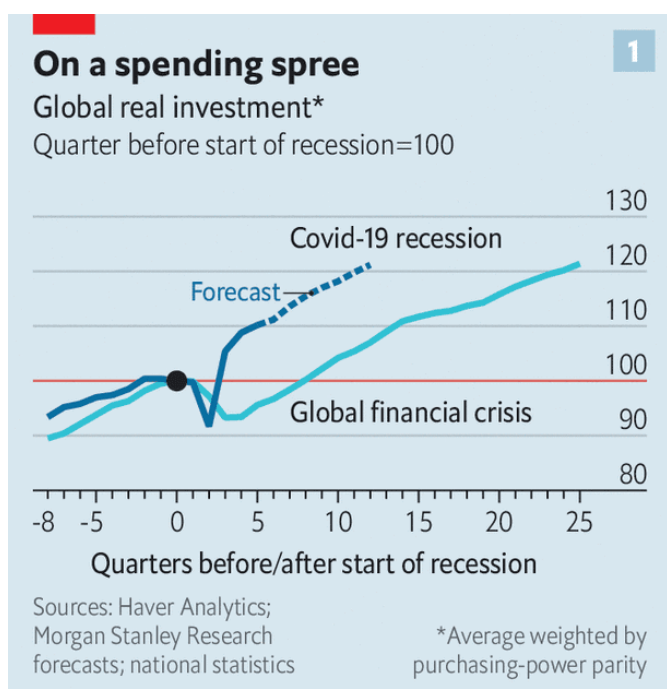
¹ <https://www.economist.com/the-economist-explains/2021/06/03/what-underlies-fear-of-inflation-in-america-and-europe>

² <https://www.cnn.com/2021/01/22/shipping-container-shortage-is-causing-shipping-costs-to-rise.html>

³ <https://www.economist.com/graphic-detail/2021/06/15/why-the-used-car-market-is-sending-american-inflation-soaring>



Tableau 1 Prix des principales matières premières depuis 2010 - Source : Bloomberg



The Economist

banques centrales (également appelés « assouplissement quantitatif ») et pensent que l'inflation pourrait bien augmenter à la suite de l'intervention récente des banques centrales. Nous savons qu'un assouplissement monétaire « extrême » a tendance à mal se terminer, et beaucoup d'entre nous ont entendu parler de l'expérience malheureuse de la République allemande de Weimar au début des années 1920 ou, plus récemment, de l'hyperinflation au Brésil dans les années 1990. La théorie monétaire découle du bon sens, car dépenser plus d'argent pour la même quantité de biens devrait être synonyme de hausse des prix, mais cette théorie ne peut expliquer pourquoi l'inflation est demeurée faible ces quinze dernières années, malgré l'assouplissement quantitatif musclé de la BCE et de la Fed. En pratique, aucune théorie n'est suffisamment solide pour appréhender la complexité des systèmes mondiaux du dollar et de l'euro et elles servent plutôt de guides pour des scénarios potentiels.

La hausse des prix pourrait également stimuler l'investissement des entreprises. Dans un article récent, le magazine *The Economist* a expliqué que nous assistions aux premiers signes d'un boom des investissements des entreprises, ce qui devrait renforcer les capacités et réduire la pression à long terme sur les prix⁴. L'un des principaux problèmes de la crise financière mondiale de 2009 est qu'il a fallu 7 trimestres pour que les investissements réels mondiaux reviennent à leur niveau antérieur à la crise. Un certain niveau d'inflation semble être un prix raisonnable à payer si elle conduit à plus d'investissements, à une meilleure productivité et à une accélération de la croissance.

Outre les perturbations récentes de l'offre, une autre cause potentielle d'inflation pourrait être l'expansion agressive du bilan des banques centrales. Les économistes monétaires affirment que l'excès de masse monétaire est la principale cause de hausse de l'inflation. Ils sont généralement très critiques envers les programmes d'achat d'obligations des

⁴ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/05/25/an-investment-bonanza-is-coming>

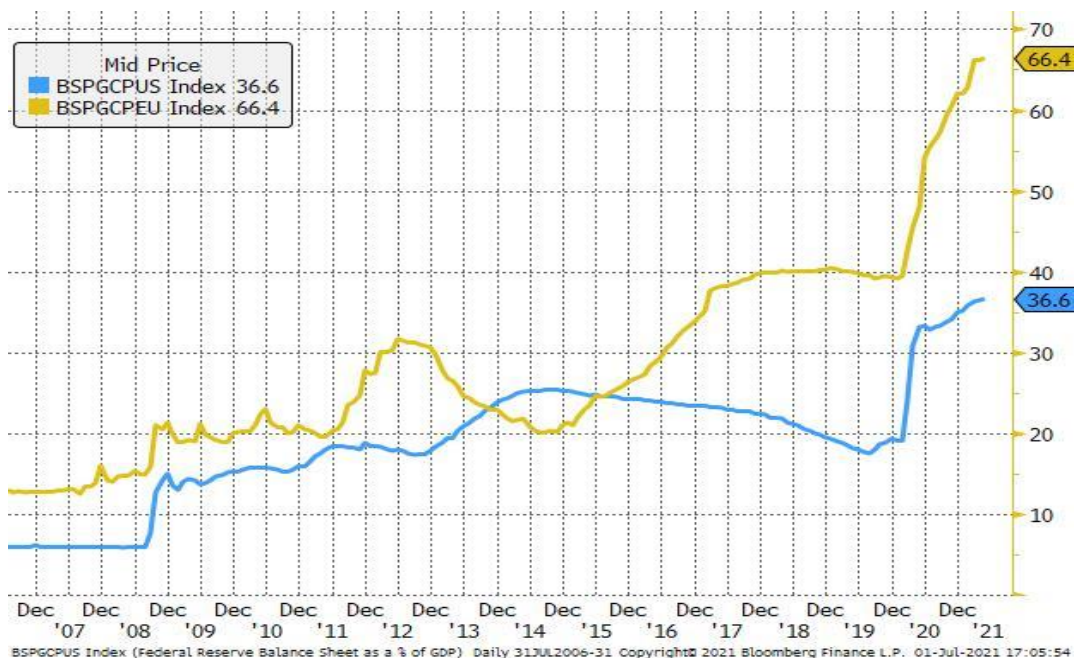


Tableau 2 Bilan total de la BCE en % du PIB (en jaune) et bilan total de la Fed en % du PIB (en bleu) - Source : Bloomberg

La plupart des économistes s'accordent sur le fait que l'inflation peut parfois être stoppée, ou encore se transformer en une spirale inflationniste hors de contrôle en l'absence de mesures appropriées. Pour ce dernier cas, la crise survenue en Grande-Bretagne dans les années 1970 est le plus récent exemple observé dans une économie développée. Comme toutes les économies occidentales, la Grande-Bretagne a souffert du choc pétrolier⁵ qui a fait bondir l'inflation au-dessus de 20% en 1974. Bien que ce choc ait créé un certain nombre de problèmes dans toutes les économies industrialisées, les États-Unis, et surtout le Japon, ont bien mieux résisté à la crise que la Grande-Bretagne. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, le Japon, les États-Unis et la Grande-Bretagne ont tous été confrontés à un choc d'inflation important en 1974, mais le Japon a réussi à réduire rapidement l'inflation, les États-Unis sont restés face à une inflation élevée jusqu'au début des années 1980, quant à la situation économique en Grande-Bretagne, elle est passée de mauvaise à catastrophique. Face au choc pétrolier, le gouvernement et les entreprises japonaises ont essayé de trouver de nouvelles sources d'approvisionnement en pétrole et ont investi pour être plus efficaces. Un certain nombre d'entreprises japonaises ont fini par bénéficier de la crise, comme Toyota et Nissan qui ont investi de manière significative pour améliorer les technologies de motorisation, gagnant des parts sur les marchés occidentaux. La disparition partielle des secteurs traditionnels japonais, comme la construction navale et la pétrochimie, a également laissé plus de marge d'expansion à de nouveaux secteurs comme l'électronique. Au Royaume-Uni au contraire, la crise pétrolière a provoqué des grèves massives, le gouvernement et les syndicats n'ayant pu convenir d'une politique salariale. Les grèves dans le secteur minier ont entraîné une baisse de la production de charbon, des pannes d'électricité et la mise en place de la tristement célèbre Three-Day Week (semaine de travail de trois jours), ce qui s'est traduit par un effondrement de la production, une pression sur la monnaie et une hausse de l'inflation⁶.

⁵ <https://www.theguardian.com/environment/2011/mar/03/1970s-oil-price-shock>

⁶ <https://www.theblackoutreport.co.uk/2021/01/06/three-day-week-1974/>

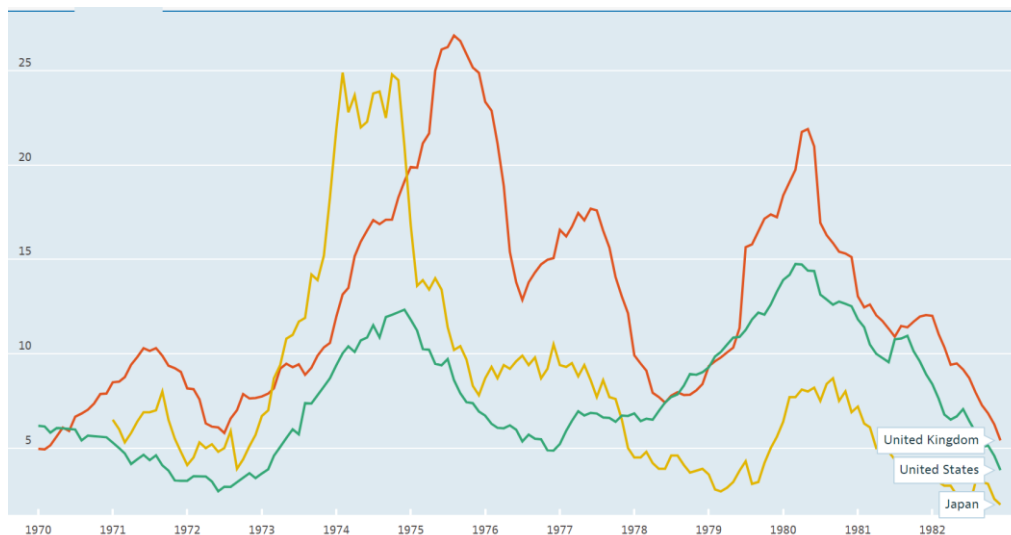


Tableau 3 Taux d'inflation au Royaume-Uni dans les années 1970 (en rouge), aux États-Unis (en vert) et au Japon (en jaune) - Source : Bloomberg

À court terme, le récent pic d'inflation est bien inférieur à ce qui s'est produit au début des années 1970 et ne semble pas constituer une source de préoccupation importante. Si la situation se détériore et que les gouvernements et les banques centrales ne prennent pas de mesures appropriées, les investisseurs ont plusieurs solutions pour protéger leur épargne. Les instruments obligataires à long terme (emprunts d'État et obligations d'entreprise de qualité Investment Grade) ont tendance à enregistrer de très faibles performances dans un contexte d'inflation élevée, les banques centrales étant contraintes de relever les taux d'intérêt⁷. Peu d'investisseurs en Belgique achètent directement des obligations, mais ils doivent se méfier des portefeuilles prétendument « prudents » proposés par certaines banques, censés détenir des obligations soi-disant « sécurisées ». L'un des plus anciens fonds obligataires que j'ai pu trouver, le « Fidelity Investment Grade Bond Fund », a été lancé en septembre 1971 et distribué aux investisseurs particuliers. La valeur liquidative du fonds à son lancement était de 9,36 dollars/part et a atteint un plancher en septembre 1981, à 5,7 dollars/part. À 8,43 dollars/part aujourd'hui, le fonds se négocie en dessous de sa valeur au lancement cinquante ans plus tard !

Heureusement, les marchés actions ont tendance à offrir sur le long terme une protection adéquate contre l'inflation, certainement bien meilleure que les obligations. Même dans le cas du Royaume-Uni, qui a frôlé l'effondrement économique : le FTSE All-Share (en bleu sur le graphique ci-dessous) a fourni une certaine protection et a même surperformé le S&P500 en dollar. L'indice japonais s'est bien mieux comporté et les investisseurs qui détenaient l'indice pendant la crise pétrolière ont doublé la somme investie en 1981. Tout cela pendant la période économique la plus difficile depuis la Seconde Guerre mondiale.

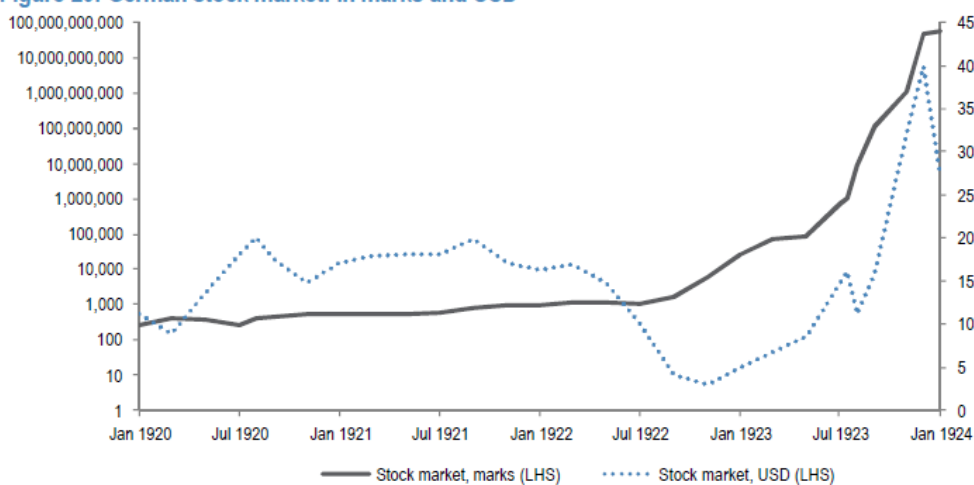


Tableau 4 Principaux indices boursiers dans les années 1970 - Nikkei (en rouge), FTSE all-share (en bleu), S&P500 (en vert) - Source : Bloomberg

⁷ <https://www.pimco.co.uk/en-gb/resources/education/understanding-inflation/>

Le marché boursier peut même offrir une protection en période d'hyperinflation. Dans un rapport de 2011, JP Morgan a observé certaines conséquences de l'hyperinflation pendant la République de Weimar sur les investissements et, étonnamment, un investisseur allemand ayant conservé ses parts aura même enregistré des gains en dollar pendant cette période sombre de l'histoire.

Figure 20: German stock market: in marks and USD



Source: J.P. Morgan estimates, "The Economics of Inflation", by Constantino Bresciani-Turroni

En conclusion, l'inflation élevée est définitivement un problème auquel les investisseurs doivent prêter attention. Le récent épisode de hausse des prix semble toutefois être temporaire et si l'inflation s'accroît structurellement, le marché boursier mondial continuera d'offrir une protection adéquate à long terme.

Chez TreeTop, nous nous efforçons également de détecter les meilleures opportunités où qu'elles se trouvent. Comme nous l'avons constaté avec la COVID, certains pays se comportent mieux que d'autres face à une crise, et cela reste vrai quelle que soit la nature de la crise (financière, économique, sanitaire, etc).

2. Nos convictions

Notre stratégie a continué d'enregistrer des résultats satisfaisants au deuxième trimestre 2021, mais moins impressionnants qu'au cours des premiers mois de l'année. L'une des difficultés rencontrées ces dernières semaines a été la rotation du marché vers des valeurs cycliques affaiblies, qui ont lourdement souffert de la pandémie. À mesure que les économies mondiales se sont progressivement rouvertes et que les prix des matières premières se sont inscrits en hausse, les compagnies pétrolières, les sociétés financières traditionnelles et les grands groupes industriels comme les aciéries ont fortement rebondi. Notre stratégie consiste à investir dans des sociétés bénéficiant d'une croissance structurelle à une valorisation raisonnable, et certains de nos investissements ont bénéficié de cette tendance, mais nous n'avons pas d'exposition au pétrole, aux constructeurs automobiles traditionnels et à l'acier. Il existe de bonnes entreprises actives dans ces secteurs, mais les perspectives de croissance à long terme sont incertaines et la concurrence fait rage. Nous pensons donc qu'il pourrait s'agir d'une évolution du marché à court terme plutôt que d'une tendance structurelle.

Depuis le début de l'année, les sociétés de location d'équipements **ASSTEAD** et **UNITED RENTALS**, l'une des principales sociétés de crédit à la consommation en ligne **NORWEGIAN FINANS HOLDING**, et la société indienne d'agrotechnologie **UPL Limited** ont figuré parmi les meilleures contributions à la performance. Les plus gros freins à la performance ont été **VIPSHOP HOLDING** et **FUFENG**. Les sociétés américaines de location d'équipements ont continué à bénéficier de solides tendances de croissance structurelle, principalement avec le passage de l'acquisition d'équipements à la location et la possibilité de consolider le marché. La performance a également été dopée par la forte reprise post-COVID et l'enthousiasme suscité par l'énorme projet de loi sur l'infrastructure préparé par

l'administration Biden. Malgré ses excellentes performances, le titre **UNITED RENTALS** reste raisonnablement valorisé et se négocie à un PER anticipé de 14x.

UPLL est l'une des principales entreprises de pesticides et d'herbicides en Inde, la plupart de ses ventes provenant d'Amérique du Sud, du Nord et d'Europe. Nous sommes investis, dans la société depuis quelques années, devenue, après que la direction ait passé la main à la deuxième génération, un leader mondial des herbicides et des pesticides, grâce à quelques acquisitions et à une utilisation judicieuse de sa base de fabrication et de la recherche indienne à faible coût. À la fin de l'année dernière, la société a finalisé sa plus grosse acquisition jamais réalisée, rachetant la société américaine d'agro-technologie Arysta pour un montant de 4,2 milliards de dollars. L'idée derrière cette opération importante est de pouvoir concurrencer les poids lourds du secteur comme Bayer-Monsanto, en tirant parti des capacités de distribution d'Arysta et en augmentant l'efficacité et les synergies. Malgré une bonne logique stratégique, les investisseurs se sont inquiétés de l'endettement nécessaire pour cette acquisition et le cours du titre a été sous pression. Au cours des derniers mois, la société a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires et de ses bénéfices supérieure aux attentes et a réduit son endettement net de plus de 600 millions de dollars au cours des six derniers mois, à environ 2,7 milliards de dollars, ce qui a entraîné une réévaluation du titre.

Les deux investissements les plus décevants au cours des dernières semaines ont été **FUFENG**, l'un des principaux producteurs d'acides aminés en Chine, et **VIPSHOP HOLDING**, la plus grande plateforme électronique de prêt-à-porter discount en Chine. Les fondamentaux de **FUFENG** restent solides et nous pensons que la société sera en mesure de générer l'équivalent de 70% de sa capitalisation boursière en liquidités au cours des trois prochaines années. Le problème majeur est que le fondateur, à la fin de la soixantaine, a peiné à construire un plan de succession adéquat et a perdu certains responsables clés au cours des 18 derniers mois. Nous travaillons actuellement avec la société pour résoudre ces problèmes et espérons que le titre pourra bientôt refléter les fondamentaux solides de l'entreprise. **VIPSHOP HOLDING** a enregistré une excellente performance jusqu'à l'implosion du hedge fund américain Archegos Capital en début d'année. Le fonds était un investisseur important dans **VIPSHOP HOLDING** ainsi que dans d'autres sociétés Internet chinoises, et sa fermeture s'est traduite par la vente en urgence d'un grand nombre d'actions. Bien que cette contre-performance soit malheureuse, **VIPSHOP HOLDING** a enregistré d'excellents résultats au cours des dernières années et dispose toujours d'un grand marché potentiel ; le titre se négocie à un PER prévisionnel de 12x.

Alors que la pandémie se dissipe progressivement et que l'économie rebondit fortement, nous assistons à une réévaluation rapide de certaines sociétés financières traditionnelles et à la reprise des acquisitions par les fonds de capital-investissement et par les acheteurs stratégiques. Certains de nos investissements bénéficient considérablement de ces deux tendances. **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, l'un des principaux fournisseurs de crédits immobiliers en Inde, a su nouer deux relations stratégiques avec les deux plus grandes banques indiennes, et la première agence de notation du pays a relevé sa note de AA avec une perspective négative à AA avec une perspective stable. Ces facteurs couplés à la stabilisation de l'économie indienne se sont traduits par une amélioration des fondamentaux et de la performance du titre. Deux de nos investissements ont soit reçu des offres d'acquisition officielles, soit seraient en cours d'analyse par des acheteurs potentiels. **NORWEGIAN FINANS HOLDING** a récemment reçu une offre d'acquisition de Nordax et la rumeur veut que les fonds de capital-investissement s'intéressent à **IWG**, qui est le plus grand réseau mondial de bureaux équipés, et un investissement que nous possédons depuis plusieurs années.

Dans l'ensemble, même si le marché boursier a progressé, nous continuons à identifier des poches de valeur. Nous restons d'avis que la faiblesse des taux d'intérêt et le rebond très rapide de l'économie après la pandémie rendent également les actions plus attractives que la plupart des investissements alternatifs.

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 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.
