



Jacques Berghmans

1. Conjoncture économique et boursière

Après un excellent début d'année, les places boursières mondiales ont traversé une période un peu plus calme ces derniers mois. À l'heure où nous écrivons ces lignes, l'indice MSCI All Countries World affiche une légère progression depuis septembre, ses trois principales composantes, les marchés actions américain, européen et japonais, étant respectivement en légère hausse, en légère baisse et à peu près stable. L'une des principales préoccupations des investisseurs est la persistance, aux États-Unis et en Europe, d'une inflation élevée qui, pour la première fois depuis plusieurs décennies, dépasse les 5% par an.

Dans notre lettre du deuxième trimestre, nous avons analysé les causes possibles de l'inflation, et expliqué en quoi le fait d'investir sur le marché boursier mondial constituait un bon moyen pour les investisseurs à long terme de protéger leur pouvoir d'achat. De nombreux investisseurs restent néanmoins inquiets et se demandent s'il est opportun d'investir aujourd'hui. Notre expérience nous montre qu'il est impossible d'anticiper les mouvements de marché sur le court terme, mais ce qui est certain, **c'est qu'après 10 ans, les liquidités perdront 40% de leur pouvoir d'achat lorsque l'inflation atteindra 5% par an.**

« Aujourd'hui, les gens qui détiennent des liquidités se sentent en sécurité. Ils ne devraient pas. Ils ont choisi un très mauvais actif à long terme, qui ne rapporte quasiment rien et dont la valeur ne manquera pas de se déprécier. »

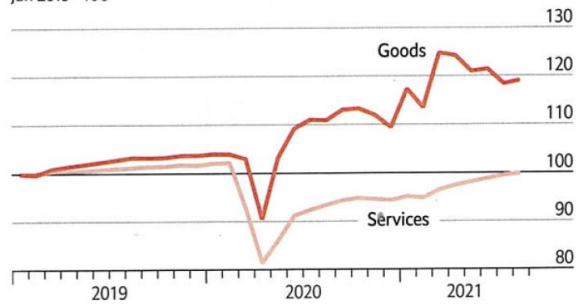
(Warren Buffett)

Dans un premier temps, la plupart des économistes ont pensé que la reprise de l'inflation était due aux perturbations de l'offre liées à la pandémie de Covid-19. Les goulets d'étranglement de l'offre étaient légion et les spécialistes pensaient, début 2021, que l'inflation serait provisoire¹. Douze mois plus tard, les mêmes spécialistes en sont moins convaincus et Henry Curr, rédacteur en chef du magazine *The Economist*, a récemment écrit qu'un nouveau monde marqué par une inflation plus élevée pourrait se profiler. Il a également fait valoir, comme le montre le graphique ci-dessous, que l'inflation pourrait ne pas être uniquement alimentée par l'offre, mais que la pandémie et les politiques qui en ont résulté ont créé une envolée de la demande de biens. Les ménages européens et américains, confinés chez eux, dans l'incapacité de dépenser de l'argent en services et bénéficiant, pour certains, de primes en espèces de la part de leurs gouvernements respectifs, se sont mis à dépenser sans compter. Les secteurs du logement, de la rénovation de l'habitat, de l'électronique et, étonnamment, des véhicules d'occasion ont été pris d'assaut et ont vu leurs prix augmenter de manière significative.

¹ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/01/21/supply-bottlenecks-are-pushing-up-costs-for-manufacturers>

Goods if you can get them

United States, real personal consumption expenditure, \$
Jan 2019=100



Source: Bureau of Economic Analysis

La hausse de la demande de biens aux États-Unis et en Europe a entraîné une envolée des exportations chinoises, une flambée de la demande d'électricité en Chine et, au final, une hausse des prix de l'énergie à travers le monde. Ce pic d'inflation pourrait encore s'avérer temporaire si l'offre rattrape son retard et/ou si la demande globale baisse de manière significative, mais cette hypothèse sera de moins en moins plausible dans la mesure où l'inflation tend à s'autoalimenter par le biais des revendications salariales et de la hausse des prix imposée par les entreprises. Si l'inflation se révèle durable, il est intéressant de comprendre pourquoi les **marchés actions internationaux** ont tendance à offrir une protection adéquate aux investisseurs à long terme. Dans notre lettre du 3^{ème} trimestre 2021², nous avons souligné le fait qu'une grande partie de l'excellente performance enregistrée au cours des mois précédents était due à une forte reprise des bénéfices et non à l'expansion des multiples de valorisation. Sur le long terme, les multiples de valorisation des actions mondiales ont tendance à évoluer dans une fourchette comprise entre 10 et 20 fois le ratio cours/bénéfices prévisionnel. Les marchés actions sont parfois plus chers pendant de courtes périodes, comme lors de la bulle Internet de 1999, ou moins chers, comme au lendemain du krach de 2008, mais ces situations ne durent généralement qu'un ou deux ans. **Sur des cycles plus longs, le seul moteur de performance des actions est la croissance des bénéfices**, les actionnaires étant légalement en droit de percevoir le flux des bénéfices futurs. Le lien entre performance des actions, croissance des bénéfices et, au final, inflation peut être expliqué mathématiquement par les trois équations suivantes.

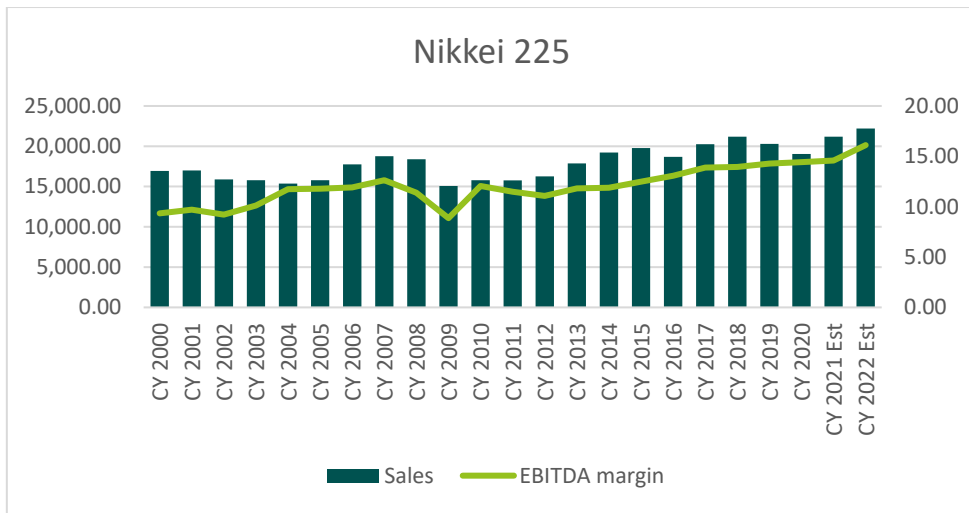
Performance globale des actions \cong (**Croissance des bénéfices** x variation du multiple de valorisation) + dividende

Croissance des bénéfices \cong **Croissance du chiffre d'affaires** x évolution des marges

Croissance du chiffre d'affaires \cong Croissance des volumes x **hausse des prix (inflation)**

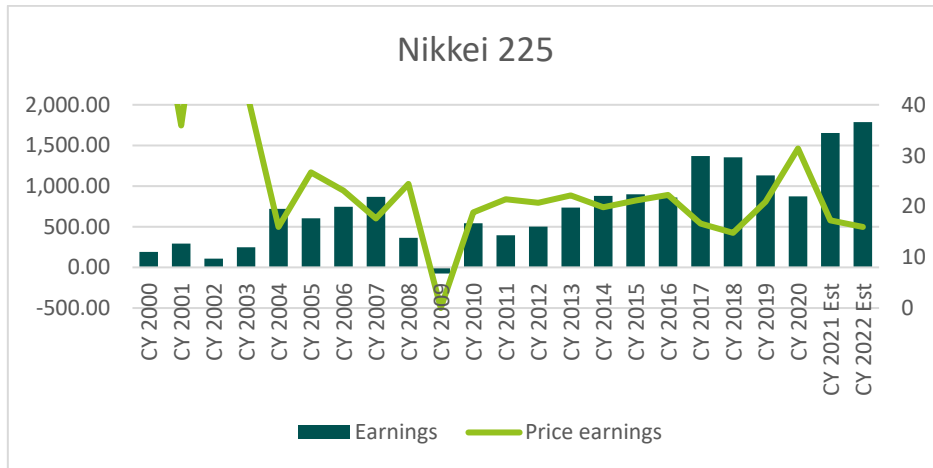
Une observation empirique montre également que la croissance des bénéfices a été remarquablement résiliente sur les principaux marchés au cours des vingt dernières années. Si l'on examine l'indice Nikkei 225, on constate que, sur 20 ans, les sociétés cotées ont affiché une croissance lente mais régulière du chiffre d'affaires et une augmentation des marges, ce qui a conduit à une solide croissance des bénéfices.

² <https://treetoprivate.be/sites/default/files/2021-10/3Q21%20Lettre%20du%20Gestionnaire%20JB.pdf>

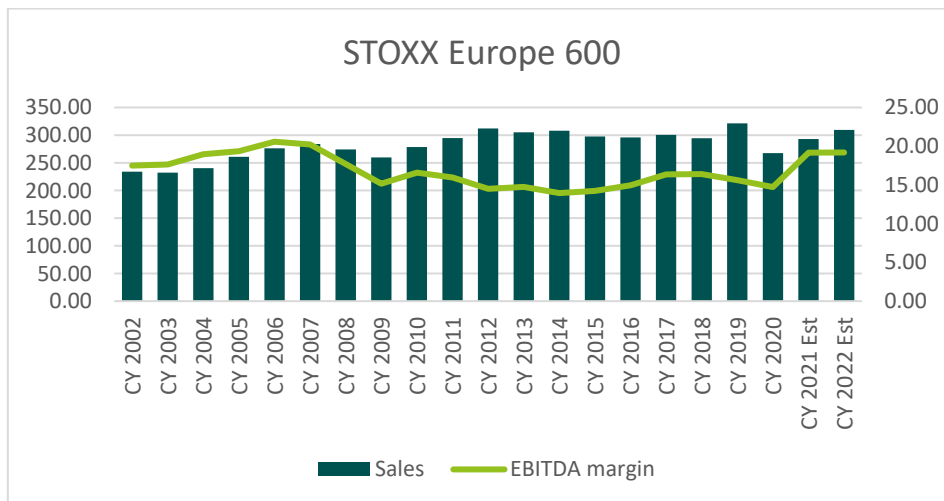


Source : Bloomberg

Au Japon, il est intéressant de noter que la croissance constante des bénéfices s’est accompagnée d’un mouvement de correction de l’ensemble du marché et que le Nikkei 225 se négocie actuellement à un ratio cours/bénéfices plancher. Nous ne sommes en aucun cas des spécialistes des actions japonaises et nous ne recommanderions jamais d’investir dans une région spécifique, mais ces faibles multiples nous rassurent, car le Japon représente toujours une part importante des indices mondiaux.

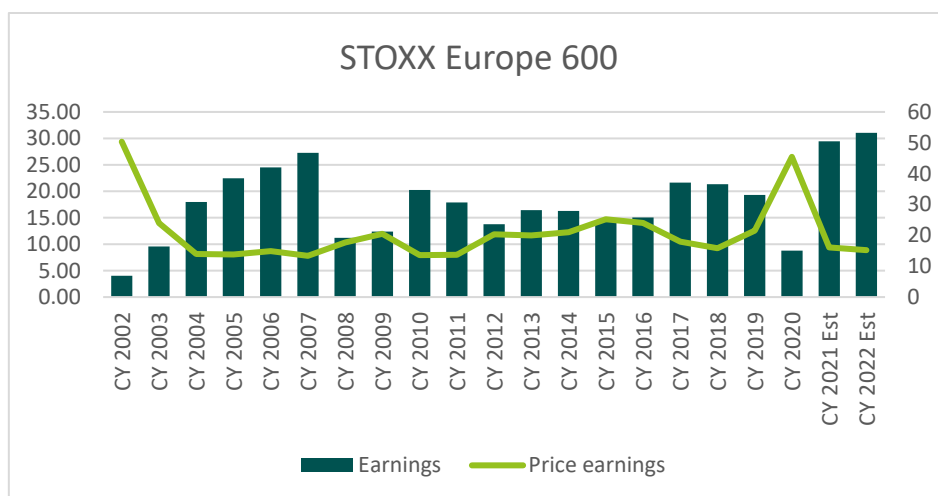


L’Europe a malheureusement rencontré davantage de problèmes, avec une faible croissance des chiffres d’affaires comme au Japon, mais avec une pression sur les marges depuis la crise financière de 2008. En conséquence, la croissance des bénéfices a été sporadique et anémique.



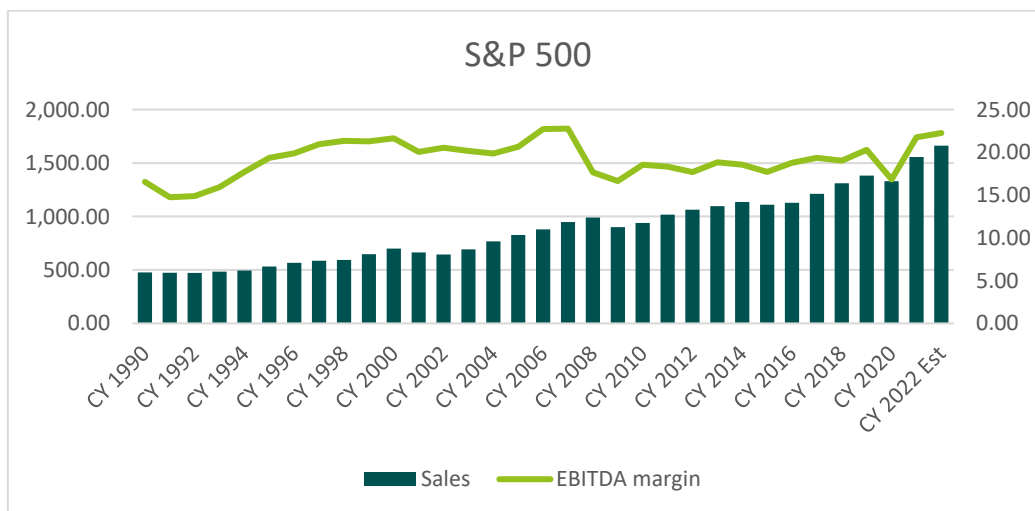
Source : Bloomberg

Selon les analystes, l'indice STOXX Europe 600 ne devrait dépasser son niveau de 2007 que cette année, soit 13 ans après la crise financière ! Bien que la croissance des bénéfices et la performance globale du marché n'aient pas été attrayantes en Europe, celui-ci se négocie au moins à des multiples de valorisation planchers et on peut espérer que l'année 2021 marque la fin de cette période de disette des bénéfices en Europe.



Source : Bloomberg

Dernier point mais non des moindres, compte tenu de son poids dans les indices mondiaux, le marché américain a enregistré d'excellentes performances cette année, confirmant ainsi la tendance positive observée depuis la crise financière de 2009. Comme le montre le graphique ci-dessous, les marges d'EBITDA et la croissance des chiffres d'affaires ont été constantes au cours des 20 dernières années. Bien que l'année 2020 ait été difficile en raison de la pandémie et des divers confinements, 2021 sera une excellente année pour les actions américaines cotées. Pour les investisseurs à long terme, il est important de noter que les marges d'EBITDA sur le marché américain ne devraient retrouver que leur niveau du milieu des années 90 et que l'on ne peut pas réellement affirmer que les entreprises américaines réalisent des bénéfices excessifs, même après la récente hausse.



Source : Bloomberg

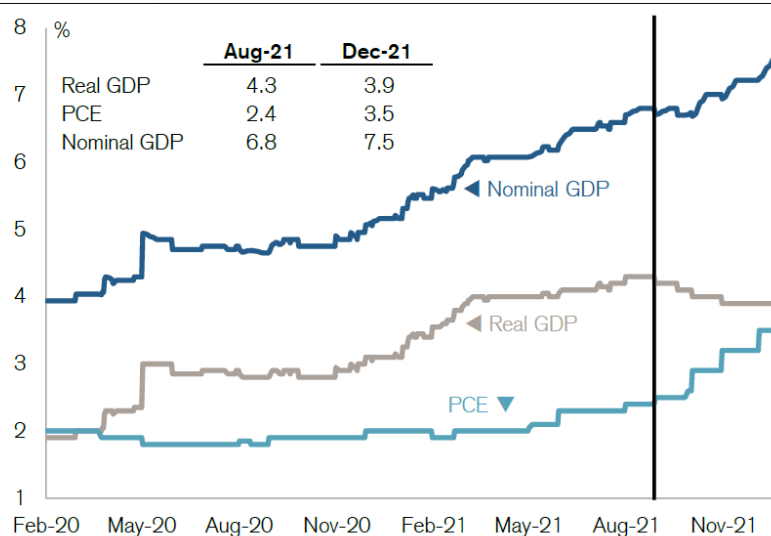
Comme l'indique le graphique ci-dessous, le marché américain s'est en fait replié cette année et est moins cher que fin 2020. Bien que plus élevés qu'au cours de la décennie qui a suivi la crise financière de 2009, les multiples de valorisation ne sont pas excessifs si l'on considère les trente dernières années.



Source : Bloomberg

Dans un rapport publié récemment³, la banque d'investissement Credit Suisse a revu à la hausse ses prévisions concernant les performances de l'indice S&P 500, qui devraient se situer dans le bas d'une fourchette à deux chiffres en 2022. Bien que ce type de prévisions soit à prendre avec prudence dans la mesure où elles résistent rarement à l'épreuve du temps, la méthodologie qui les sous-tend peut se révéler instructive. Les analystes de Credit Suisse s'appuient sur le fait que les prévisions consensuelles concernant la croissance de l'économie américaine ont été revues à la hausse ces 12 derniers mois, d'abord parce que la reprise économique consécutive à la pandémie a été beaucoup plus rapide que prévu, puis parce que l'inflation s'est accélérée et a poussé la croissance nominale à la hausse. Bien que sceptiques vis-à-vis des prévisions à court terme concernant les marchés actions, nous pensons que la méthodologie est valable sur un horizon plus long.

Consensus Projections for 2022 Real and Nominal GDP and PCE



2022 nominal GDP is projected to expand 7.5% (3.9% real and 3.5% inflation)

Real GDP forecasts have fallen over the past 4 months

Source: BEA, the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

En conclusion, l'excellente performance enregistrée par les marchés actions internationaux ces 18 derniers mois⁴ ne signifie pas pour autant qu'un sommet ait été atteint. Une part importante de cette performance est à mettre au compte de la forte reprise de l'économie et des bénéfices consécutive à la pandémie de Covid-19, ce qui signifie que les marchés actions internationaux ne sont pas si onéreux, notamment par rapport à d'autres classes d'actifs comme les obligations. En ce qui concerne l'avenir, on observe des signes indiquant le maintien d'une activité soutenue, comme l'accélération significative de la demande de biens qui pourrait propulser l'économie et les bénéfices des

³ U.S Equity Strategy Navigator, janvier 2022

⁴ Les performances passées ne préjugent en aucune manière des performances futures.

entreprises à un niveau supérieur⁵. Pour les investisseurs à long terme, les marchés actions internationaux servent également de protection contre l'inflation, un atout majeur en cette période de hausse des prix.

N'hésitez pas à nous contacter pour toute question concernant notre stratégie d'investissement. Nous vous souhaitons une très belle année et des investissements fructueux.

2. Nos convictions

Après un excellent début d'année, les derniers mois ont été plus décevants pour notre stratégie, certains de nos investissements ayant perdu une partie de leurs gains, comme **CHINASOFT INTERNATIONAL**, **FUFENG** et **INDIABULLS HOUSING FINANCE**. Certains de nos investissements historiques comme **ASSTEAD** et **ALIMENTATION COUCHE-TARD** se sont mieux comportés, mais cela n'a pas suffi à compenser les valeurs peu performantes. Bien que décevantes, ces entreprises continuent de présenter des fondamentaux solides et se négocient à des multiples de valorisation raisonnables.

L'un des changements majeurs opérés ces derniers mois a été le remplacement de certains de nos investissements, (principalement des sociétés acquises comme **ZOPLUS** et **NORWEGIAN FINANS HOLDING**), par des sociétés de la stratégie « Dogs of the Dow ». La stratégie « Dogs of the Dow » est une stratégie indicielle dans laquelle les dix actions de l'indice Dow Jones Industrial Average qui versent les dividendes les plus élevés sont sélectionnées une fois par an pour constituer un portefeuille d'investissement. Nous avons adopté cette stratégie sur une partie du portefeuille pour plusieurs raisons. Premièrement, la stratégie affiche un excellent bilan à long terme, surperformant la plupart des marchés ces dernières années et à plus long terme. Deuxièmement, notre stratégie, ainsi que celle de mes collègues Andrew Dalrymple et Sharon Bentley-Hamlyn, ont tendance à surpondérer fortement les valeurs de croissance et les petites et moyennes capitalisations. Nous avons chacun notre penchant, moi pour les entreprises de croissance asiatiques, Andrew pour les valeurs technologiques américaines et les technologies médicales et Sharon pour les entreprises de croissance européennes, mais aucun d'entre nous ne privilégie les grandes valeurs américaines. Compte tenu de l'évolution du marché ces dernières années, même les indices mondiaux ont tendance à surpondérer les actions de croissance américaines de premier plan. La stratégie « Dogs of the Dow », au contraire, est exclusivement composée de grandes capitalisations de valeur. Bien que moins alléchantes que certaines valeurs de croissance, nous pensons que cette stratégie constituera un solide complément à l'offre globale de TreeTop.

Troisièmement, en se concentrant sur les grandes entreprises offrant des dividendes élevés, la stratégie « Dogs of the Dow » devrait produire une performance plus conséquente en cas de dégradation de la conjoncture économique. Les dix valeurs qui composent la stratégie 2022 et qui figurent dans le tableau ci-dessous sont pour la plupart des entreprises de renom comme **COCA-COLA** ou **IBM**. La plupart des titres se négocient à un ratio cours/bénéfices inférieur à 15x, à l'exception de **COCA COLA**, dont le ratio PE est de 26x, et de **3M**, qui se négocie à un PE de 18x. Chaque valeur affiche également un rendement du dividende supérieur à 2%.

⁵ Pas de garantie de résultat ou de performance.

Entreprise		2021		Entreprise Description
Symbole boursier	Nom	PE	Rendement div.	
DOW US	Dow Inc	6.5	4.8	Dow Inc. est un fabricant et distributeur de produits chimiques. L'entreprise fabrique et commercialise des produits chimiques destinés aux industries du moulage par injection liquide, de la fabrication architecturale, du cuir, du textile, de l'automobile, des produits de consommation en caoutchouc et de l'alimentation. Dow répond aux besoins des clients du monde entier.
VZ US	Verizon Communications Inc	10.0	4.7	Verizon Communications Inc. est une société de télécommunications intégrée qui propose des services filaires de téléphonie et de transmission de données, des services sans fil, des services Internet et des services de renseignements téléphoniques. L'entreprise propose également des services de réseau destinés aux autorités fédérales, dont des lignes téléphoniques professionnelles, des services de données, des équipements de télécommunications et des téléphones publics.
IBM US	International Business Machi	13.7	4.8	International Business Machines Corporation (IBM) est un prestataire de solutions informatiques. L'entreprise propose des services d'application, de conseil et d'assistance technologique, de conception et d'exploitation de processus, de cloud, de poste de travail numérique et de réseau, ainsi que des solutions de résilience, stratégie et conception commerciales. IBM répond aux besoins des clients du monde entier.
CVX US	Chevron Corp	14.4	4.4	Chevron Corporation est une entreprise intégrée du secteur de l'énergie présente à travers le monde. L'entreprise produit et achemine du pétrole brut et du gaz naturel. Chevron raffine, commercialise et distribue également des carburants, et est présent dans les secteurs de la chimie, de l'exploitation minière, de la production d'électricité et des services énergétiques.
WBA US	Walgreens Boots Alliance Inc	10.8	3.6	Walgreens Boots Alliance, Inc. exploite des officines pharmaceutiques qui proposent une grande variété de médicaments sur ordonnance et en vente libre, ainsi que des produits divers. L'entreprise propose également des services de santé, notamment des soins primaires et intensifs, des services de bien-être, des services pharmaceutiques et de gestion des maladies, ainsi que des services de remise en forme. Walgreens Boots Alliance répond aux besoins des clients établis aux États-Unis.
MRK US	Merck & Co Inc	13.3	3.4	Merck & Co., Inc. est une entreprise mondiale du secteur de la santé qui propose des solutions thérapeutiques telles que des médicaments sur ordonnance, des vaccins, des thérapies biologiques, des produits de santé animale et des produits de soins courants, qu'elle commercialise directement ou par l'intermédiaire de ses coentreprises. L'entreprise est présente dans les secteurs de la pharmacie, de la santé animale et des soins aux consommateurs.
AMGN US	Amgen Inc	13.5	3.1	Amgen Inc. est un fabricant indépendant de médicaments biotechnologiques spécialisé dans la recherche, le développement, la fabrication et la commercialisation de médicaments pour le traitement de maladies graves. L'entreprise se concentre sur les produits thérapeutiques à usage humain et vise à mettre au point de nouveaux médicaments fondés sur la biologie cellulaire et moléculaire.
MMM US	3M Co	18.3	3.3	3M Company exerce ses activités dans les secteurs de l'électronique, des télécommunications, de l'industrie, des biens de consommation et de bureau, de la santé, de la sécurité et d'autres marchés. Les unités de l'entreprise partagent des technologies, des opérations de fabrication, des circuits de commercialisation et d'autres ressources. 3M répond aux besoins des clients du monde entier.
KO US	Coca-Cola Co/The	26.3	2.8	The Coca-Cola Company fabrique, commercialise et distribue des concentrés et des sirops pour boissons gazeuses. L'entreprise distribue et commercialise également des jus et des boissons à base de jus. Coca-Cola distribue ses produits aux détaillants et grossistes aux États-Unis et à l'international.
INTC US	Intel Corp	10.1	2.6	Intel Corporation conçoit, fabrique et commercialise des composants informatiques et des produits associés. Parmi les principaux produits de l'entreprise figurent les microprocesseurs, les jeux de puces, les processeurs et microcontrôleurs intégrés, les mémoires flash, les produits graphiques, de réseau et de communication, les logiciels de gestion de systèmes, ainsi que les produits de visioconférence et d'imagerie numérique.

Parallèlement à la stratégie « Dogs of the Dow », nous poursuivrons notre quête d'entreprises prometteuses à travers le monde et continuerons à gérer nos positions existantes. Nous poursuivons notre collaboration avec la direction de **FUFENG** afin d'améliorer la valeur offerte aux actionnaires externes. **FUFENG** est une position que nous détenons de longue date et sa consolidation réussie du secteur des acides aminés en Chine ne s'est pas encore traduite par des performances satisfaisantes pour les actionnaires. L'une des initiatives encourageantes de l'équipe de direction est toutefois l'augmentation significative du dividende versé et son souci permanent d'obtenir d'excellents résultats opérationnels. Comme ce fut le cas pour d'autres positions initialement décevantes comme **ZOOPLUS**, nous espérons que la patience finira par payer. De même, **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, l'une des principales sociétés de financement immobilier en Inde, a énormément souffert de la crise immobilière en Inde, puis de la crise bancaire et enfin du Covid. La plupart des entreprises ne survivraient pas à pareille malchance et, de fait, un certain nombre de concurrents indiens ont fait faillite. Après avoir redressé la barre durant la tempête, l'équipe de direction d'**INDIABULLS HOUSING FINANCE** semble avoir une bonne chance de se racheter.

Nous continuons également à détenir d'importantes positions dans nos valeurs vedettes comme **UPLL**, un fabricant indien d'herbicides et de pesticides présent dans le monde entier, ainsi qu'**ASHTAD** et **UNITED RENTALS**, deux leaders de la location de matériel en Amérique du Nord qui affichent d'excellents résultats opérationnels et financiers. Pour paraphraser le célèbre investisseur Warren Buffett, « Pourquoi vendre un titre si l'entreprise est encore saine et que sa valeur est toujours présente ? ».

C'est sur ces judicieux conseils du sage d'Omaha que nous concluons l'année 2021, en espérant que 2022 nous apporte avant tout la santé ! Et de nombreux investissements prometteurs.

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 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.
