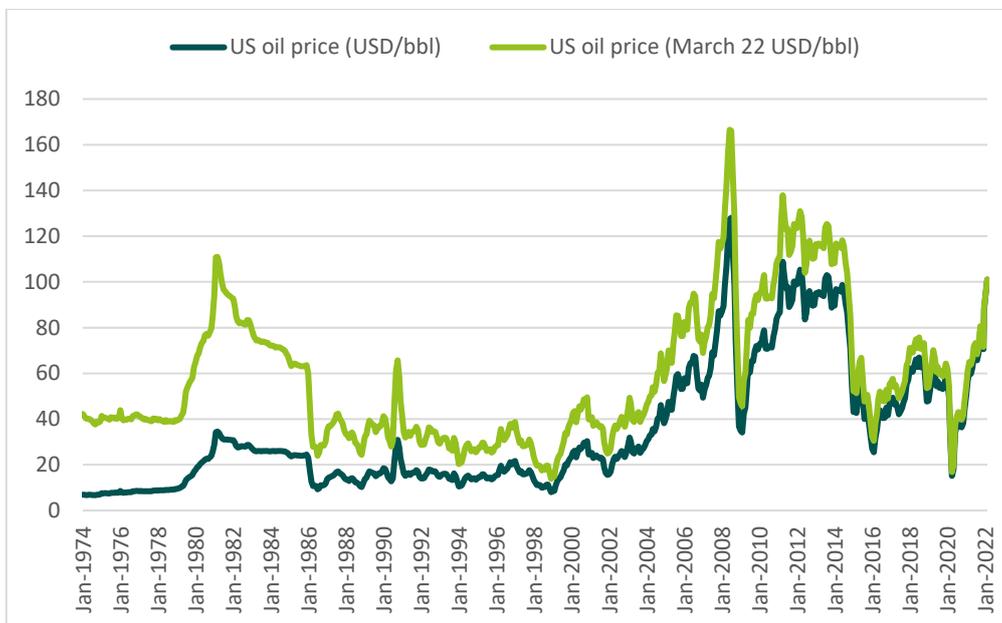


1. Conjoncture économique et boursière

Après une excellente année 2021 pour les investisseurs en actions mondiales, les premiers mois de 2022 ont été plus éprouvants, la plupart des indices internationaux perdant pas loin de 10%. La plupart des investisseurs ont entamé l'année en s'inquiétant de la hausse de l'inflation dans les pays occidentaux et ont commencé à vendre massivement au début de la crise ukrainienne. Nous sommes très attentifs à la situation et espérons qu'une solution pacifique soit prochainement trouvée pour mettre fin à cette tragédie. Néanmoins, nous nous abstenons de tout commentaire géopolitique n'étant pas experts dans ce domaine.

Si l'on examine la situation du point de vue économique et financier, il apparaît que la Russie, bien que très grande en superficie, est une économie de taille relativement restreinte et un marché financier d'ampleur plus limitée encore. Selon Morningstar, la part des actions russes dans les actifs européens n'est que de 0,27%¹ et les actifs financiers russes ne représentent qu'une part infime au niveau mondial. Pour autant, comme vous l'aurez certainement remarqué en allant faire le plein de votre véhicule, la crise ukrainienne a amorcé une crise énergétique. Mais là encore, l'ampleur de cette crise doit être relativisée. Les prix du pétrole restent inférieurs à leur pic de 2007 (notamment une fois ajustés pour l'inflation, ligne en vert clair dans le graphique ci-dessous) et bien que les prix du gaz soient très élevés en Europe, ceux aux États-Unis sont proches de leur niveau le plus bas depuis 10 ans.

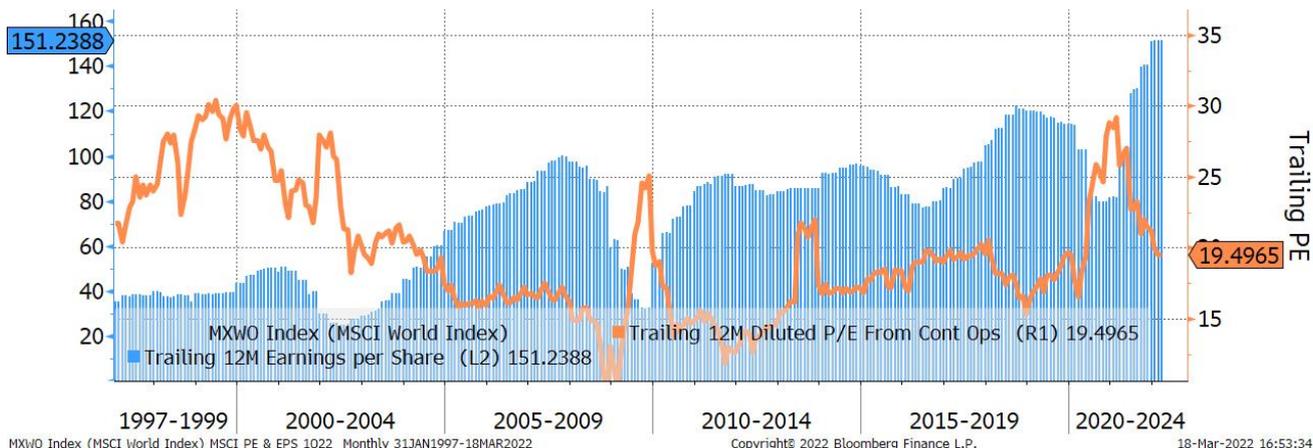


Graphique 1 Source : Bloomberg, <https://www.eia.gov/>, TreeTop AM

¹ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/219189/how-exposed-are-european-funds-to-russia.aspx>

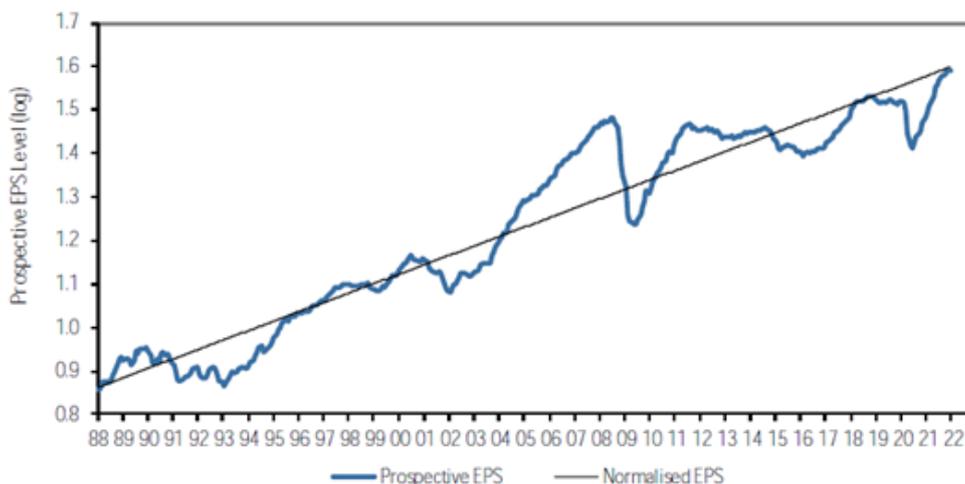
Cette crise nous rappelle l'importance d'adopter une **approche globale de l'investissement en actions**. Une crise peut rapidement mettre à mal une région ou un secteur, mais pénalise rarement toutes les entreprises dans le monde. Même une crise mondiale comme la pandémie de Covid-19 crée des opportunités. Elle a considérablement stimulé la recherche dans les domaines de l'immunologie et des vaccins à ARN, laissant envisager de nouvelles découvertes à l'avenir. Elle a largement bénéficié aux acteurs du commerce électronique et a conduit à l'adoption généralisée du télétravail. Elle a également montré que **vendre sous l'effet de la panique n'est jamais une bonne idée** et que des jours meilleurs finissent toujours par arriver.

À l'examen des seuls fondamentaux financiers, la situation commence à sembler nettement plus positive. Les bénéfices des entreprises (en bleu) atteignent des plus hauts historiques mais les places boursières mondiales se sont repliées ces dix derniers mois et se traitent désormais à des niveaux conformes aux multiples de valorisation à long terme (en orange).

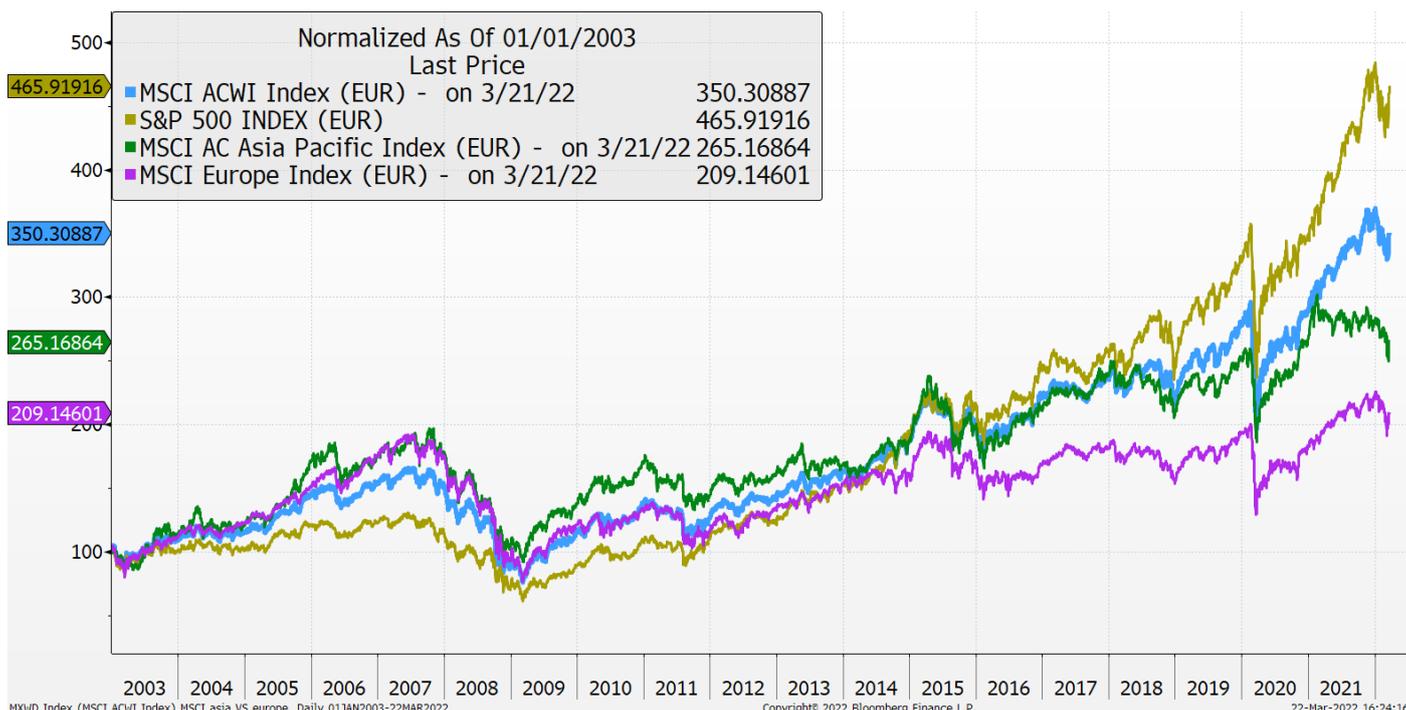


Comme le montre le graphique ci-dessous, le récent redressement des bénéfices sur les marchés mondiaux semble essentiellement tenir à un effet de rattrapage, attendu de longue date. La croissance mondiale des bénéfices était inférieure à la tendance depuis 2015 et suite au récent redressement lors de la pandémie, les bénéfices par action (BPA prospectif au niveau mondial) se rapprochent de leur tendance à long terme. Nous sommes très loin de la période des « bénéfices excessifs » au milieu des années 2000, où les bénéfices dépassaient largement leur tendance à long terme jusqu'à ce que la crise financière mondiale de 2009 ne provoque leur effondrement.

Chart 71: Global Prospective EPS and Trend EPS
Earnings expectations have improved in World in last 3m

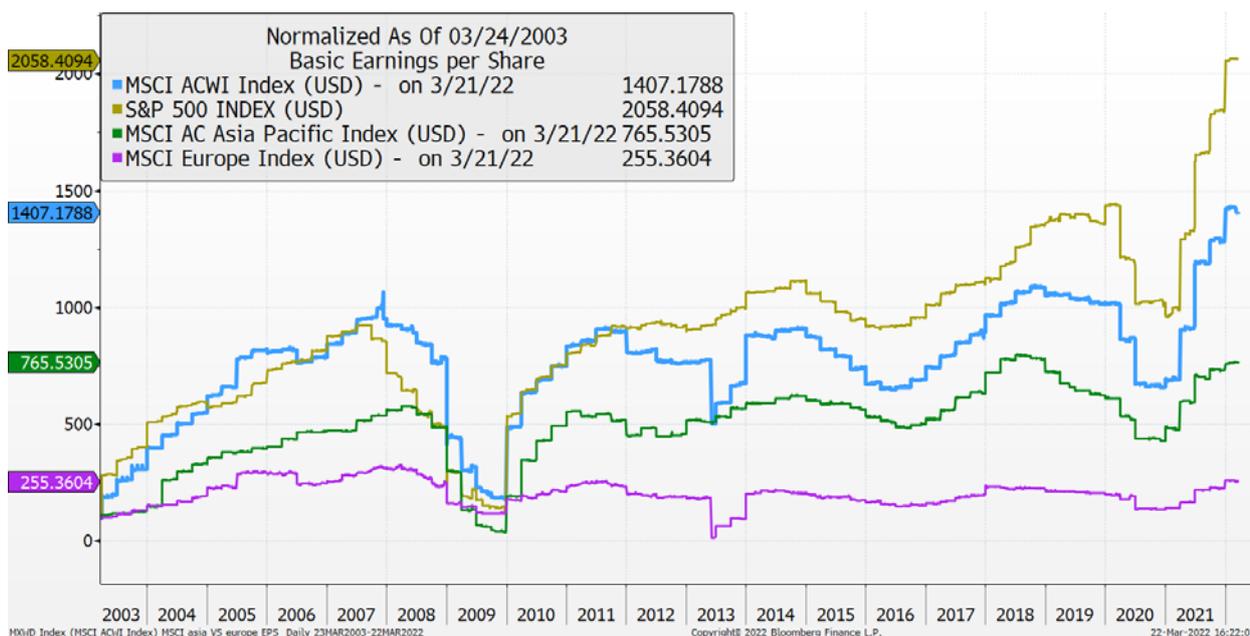


Si l'on décompose la récente performance par région, il apparaît que le marché actions américain (S&P 500, en jaune) a clairement surperformé les autres indices. Le marché européen (MSCI Europe, en violet) affiche un niveau légèrement inférieur à son plus haut pré-Covid et l'indice MSCI Asia (en vert) est à la traîne.



Graphique 4 Source : Bloomberg

Les différences en termes de redressement des marchés semblent essentiellement découler de facteurs fondamentaux, sachant que la reprise des bénéfices aux États-Unis (en jaune) s'est montrée nettement plus vigoureuse que dans les autres régions. Les bénéfices des entreprises européennes (en violet) ont été durement affectés par la pandémie. Ils se sont certes fortement redressés ces derniers mois mais la récente crise de l'énergie en Europe risque de freiner cette reprise. Bien qu'elles aient enregistré des bénéfices largement supérieurs à ceux des sociétés européennes durant la pandémie, les entreprises asiatiques (en vert) sous-performent le marché dans son ensemble depuis quelques mois. Sur le long terme, les États-Unis ont massivement surperformé tous les grands marchés et ont stimulé le marché dans son ensemble.



Graphique 5 Source : Bloomberg

Exhibit 4: Unemployment rate and ECI wages

U-rate to reach a low of 3% by end of 2023, sending wages higher



Graphique 6 Source : BofA Global Research, Bureau of Labor Statistics

Le redressement récent des bénéfices aux États-Unis semble durable à moyen terme, sachant qu'il s'appuie sur une économie intérieure solide. L'inflation est préoccupante, mais à la différence de l'Europe où elle découle essentiellement d'un choc énergétique, la hausse des prix aux États-Unis est principalement le fruit d'une très forte demande globale et d'une augmentation des salaires. C'est là un bien meilleur problème auquel être confronté car il confère à la banque centrale une plus grande marge de manœuvre pour combattre l'inflation, sans porter atteinte aux perspectives à long terme de l'économie américaine. Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale des États-Unis, dispose de différents outils (comme le relèvement des taux) pour lutter contre l'inflation, tandis que la banque centrale européenne a peu de contrôle sur les prix du gaz à court terme. Comme le montre le

graphique ci-dessus, le taux de chômage aux États-Unis (ligne en bleu foncé) a rapidement baissé après sa forte hausse durant la pandémie. Le bas niveau du chômage provoque désormais une accélération de la hausse des salaires (ligne en bleu clair), ce qui devrait alimenter la reprise de l'économie américaine.

Si l'on analyse les moteurs des actions américaines plus en détail, nous constatons que 9 des 10 principaux freins à la performance concernent de grandes sociétés technologiques américaines (Facebook, Microsoft... à droite du tableau ci-dessous). Les contributions positives proviennent de compagnies pétrolières (Chevron, Exxon et Occidental Petroleum), pharmaceutiques (Abbvie), du secteur de la défense (Lockheed Martin) et de la vénérable société Berkshire Hathaway, montrant que même à 95 ans, Warren Buffett continue de faire des remous dans le monde de l'investissement.

Ticker	End Prc	Net Chg	Points	%Idx Mv	Ticker	End Prc	Net Chg	Points	%Idx Mv
1. CVX UN	159.48	+43.35	+9.913	+2.82%	1. FB UW	211.19	-125.16	-34.981	-9.95%
2. BRK/B UN	342.77	+43.77	+9.462	+2.69%	2. MSFT UW	296.29	-39.34	-34.959	-9.94%
3. XOM UN	78.30	+17.78	+8.997	+2.56%	3. AAPL UW	161.29	-16.05	-29.552	-8.40%
4. ABBV UN	157.63	+23.62	+4.930	+1.40%	4. TSLA UW	896.53	-160.25	-15.398	-4.38%
5. COP UN	98.92	+27.10	+4.237	+1.20%	5. NFLX UW	375.98	-226.46	-11.846	-3.37%
6. OXY UN	56.95	+28.03	+2.943	+0.84%	6. PYPL UW	113.57	-75.01	-10.409	-2.96%
7. LMT UN	431.22	+78.24	+2.274	+0.65%	7. NVDA UW	260.62	-33.44	-9.882	-2.81%
8. BMY UN	70.08	+8.27	+2.168	+0.62%	8. AMZN UW	3143.00	-191.34	-9.860	-2.80%
9. DE UN	407.83	+64.94	+2.163	+0.62%	9. HD UN	334.87	-77.65	-9.753	-2.77%
10. RTX UN	97.76	+12.18	+2.160	+0.61%	10. GOOGL UW	2676.87	-220.17	-7.823	-2.22%

Graphique 7 Source : Bloomberg

Il apparaît que contrairement à la précédente envolée du marché des actions américaines entre 2015 et 2021, essentiellement stimulée par le secteur technologique, le redressement des bénéfices cette fois-ci est bien plus généralisé. Dans un article récent intitulé « *Companies Exploit Inflation to pad bottom Lines* », Nir Kaissar, chroniqueur de Bloomberg, explique que la plupart des secteurs ces derniers mois sont parvenus à augmenter leurs prix à un niveau supérieur à la hausse de leurs coûts de production, induisant une croissance des marges. Comme le montre le tableau ci-dessous, la plupart des secteurs, à l'exception de celui des établissements financiers, devraient voir leurs marges augmenter entre 2021 et 2022².

² Pas de garantie de résultat ou de performance.

Spread the Wealth

Ebit margins are higher across S&P 500 sectors

	2020	2021	2022E
Communication Services	16%	22%	24%
Consumer Discretionary	6	10	11
Consumer Staples	9	10	10
Energy	-20	9	15
Financials	18	31	21
Health Care	8	11	14
Industrials	6	12	14
Information Technology	22	26	31
Materials	9	16	18
Real Estate	20	23	25
Utilities	19	16	23

Source: Bloomberg

Note: Ebit margins for 2022 are analysts' consensus estimate.

BloombergOpinion

Heureusement, avec l'aide d'Aubrey Capital, TreeTop a rééquilibré sa stratégie d'investissement globale en faveur des États-Unis voici quelques années. Notre stratégie indicielle globale, qui est fortement exposée aux marchés américains, a également contribué à procurer de solides résultats à nos clients ces dernières années et nous espérons être en mesure de poursuivre sur cette lancée à l'avenir. Pour conclure, la récente correction du marché est regrettable mais n'est pas inhabituelle, et nous estimons que les investisseurs à long terme devraient rapidement oublier cet épisode.

Nous vous invitons à contacter l'équipe TreeTop pour toute question concernant cette lettre ou l'investissement d'une manière générale.

2. Nos convictions

Bien qu'en légère baisse depuis le début de l'année, notre stratégie s'est globalement mieux comportée que le marché dans son ensemble grâce à l'effet combiné de l'exposition aux « **DOGS of the DOW** » et de placements dans des actions de style *value* à l'échelle mondiale. Comme évoqué dans notre précédente lettre, nous avons décidé l'an dernier d'investir une partie de notre stratégie selon la méthodologie **DOGS of the DOW**, dans le but d'accroître notre exposition aux grandes entreprises américaines rentables, qui présentent des multiples de valorisation relativement faibles. Ce choix visait également à mieux équilibrer les risques de notre stratégie, qui est fortement exposée aux moyennes capitalisations de croissance en Asie.

Nous sommes ravis de constater que cette décision stratégique porte ses fruits jusqu'ici cette année, un ensemble d'entreprises, essentiellement **CHEVRON**, un producteur gazier et pétrolier de premier plan, **DOW INC**, un groupe international de pétrochimie, **AMGEN** et **MERCK**, deux grands laboratoires pharmaceutiques, ayant stimulé la performance ce trimestre.

Les autres contributions majeures à la performance de notre stratégie ce trimestre concernent **FUFENG GROUP**, **JAZZ PHARMACEUTICALS** et **UPLL**. **FUFENG GROUP**, une position que nous détenons de longue date, commence enfin à produire des résultats dans un marché actions chinois très difficile. La société est le premier producteur mondial de **GMS** (un additif alimentaire important dans la cuisine asiatique) et a permis une consolidation de son marché grâce à ses faibles coûts de production. Le titre s'est montré relativement peu performant ces dernières années alors que l'entreprise peinait à pleinement maîtriser ses marges. Néanmoins, nous avons conservé une position importante dans **FUFENG GROUP** compte tenu de la très faible valorisation de l'action et de la solidité financière du groupe. Nous décelons un potentiel de hausse considérable si la société parvient à mener à bien la consolidation de son secteur. Dans le cas contraire, le risque de baisse semble limité sachant que l'activité existante génère une trésorerie importante et que le titre est faiblement valorisé. **JAZZ PHARMACEUTICALS** est une société pharmaceutique américaine en développement qui dispose de traitements majeurs dans le domaine des troubles du sommeil et d'une activité croissante sur le marché du cannabis médical utilisé dans le traitement des troubles neurologiques. Ces dernières années, la société est brillamment parvenue à maintenir ses flux de trésorerie grâce aux excellentes ventes de ses traitements contre les troubles du sommeil. Elle a consacré cette trésorerie au rachat du spécialiste britannique des biotechnologies **GW Pharmaceuticals**, leader dans l'étude, le développement et la commercialisation de médicaments sur ordonnance dérivés de cannabinoïdes. Ce rachat a été mal accueilli par le marché dans un premier temps et le titre a fortement chuté. Ces derniers mois, **JAZZ PHARMACEUTICALS** a amorcé un redressement, la société ayant rendu compte de solides résultats financiers dans son activité stratégique consacrée aux troubles du sommeil et dans les médicaments sur ordonnance dérivés de cannabinoïdes.

Les trois principaux freins à la performance jusqu'ici cette année sont **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, un spécialiste des crédits immobiliers en Inde, **CHINASOFT INTERNATIONAL**, un grand sous-traitant informatique chinois, et **MAN WAH HOLDINGS**, un fabricant de canapés haut de gamme en Chine. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** a fait part de résultats relativement bons et d'un plan de développement prometteur pour les années à venir mais le titre, à l'instar de la plupart des établissements financiers en Inde, a souffert d'un environnement macroéconomique plus difficile. **MAN WAH HOLDING** continue d'enregistrer de bons résultats jusqu'ici, mais ses exportations vers les États-Unis ont pâti de la hausse des tarifs du transport et d'un certain ralentissement de la demande en Chine. Enfin, les investisseurs ont commencé à prendre en compte le risque de hausse des salaires dans le secteur des technologies de l'information et de contraction potentielle des marges concernant **CHINASOFT INTERNATIONAL**. Nous avons pris des bénéfices sur ces trois positions sans toutefois les clôturer totalement sachant que les entreprises concernées disposent d'équipes dirigeantes compétentes qui affichent un bilan convaincant en termes de croissance. Ces trois entreprises conservent de vastes marchés potentiels dans le cas de **MAN WAH** et **CHINASOFT** et d'un « énorme » potentiel de croissance² dans celui de **INDIABULLS HOUSING FINANCE**. En outre, les titres concernés se négocient avec une décote par rapport au marché dans son ensemble en dépit d'un potentiel de croissance que nous jugeons nettement supérieur.

Comme évoqué plus haut, chaque crise met en lumière des secteurs gagnants, qui participent en général à sa résolution. Ces vingt dernières années, le promoteur d'**UPLL** a transformé cette entreprise familiale du secteur de l'agriculture, exclusivement active en Inde, en un leader mondial des pesticides et herbicides génériques, avec une

forte présence au Brésil, aux États-Unis, en Europe et en Asie. Cette présence mondiale a porté ses fruits ces derniers mois, durant lesquels **UPLL** est parvenue à ravir des parts de marché à ses concurrents pénalisés par les goulets d'étranglement dans les chaînes logistiques. La crise russo-ukrainienne a par ailleurs dopé les prix des denrées alimentaires à travers le monde et imposera le recours à de nouveaux fournisseurs de produits alimentaires établis dans des pays stables, dopant ainsi les perspectives d'**UPLL**.

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 2022

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.
