

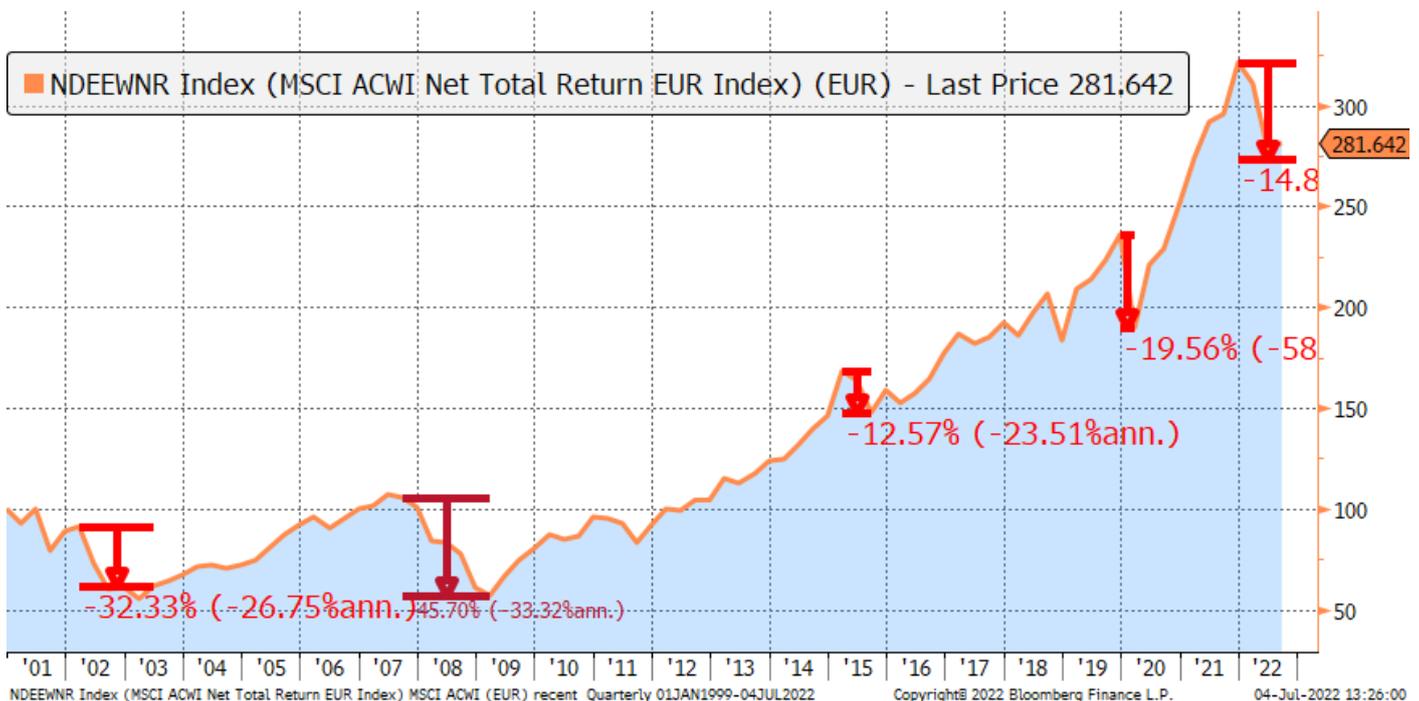


Jacques Berghmans

1. Conjoncture économique et boursière

La performance médiocre des Bourses mondiales ces six premiers mois de l'année rappelle à chacun qu'investir, bien que généralement payant à long terme, peut parfois se révéler éprouvant. La récente correction des marchés actions mondiaux découle essentiellement d'une accélération de l'inflation en Europe et aux États-Unis et de ses conséquences potentielles pour la croissance économique et les taux d'intérêt à long terme. Aggravant la crise, la guerre en Ukraine a induit une crise énergétique en Europe et une hausse des prix des produits alimentaires partout dans le monde.

Il importe de garder à l'esprit que des **corrections temporaires des marchés** telles que celle observée ces six derniers mois n'ont rien d'inhabituel. Depuis la crise financière mondiale de 2008, trois corrections similaires sont intervenues : l'une en 2015 liée à la crise de l'euro, une autre provoquée par le Covid et enfin celle actuellement en cours.



Le problème majeur qui affecte les grandes économies mondiales est l'inflation et le besoin éventuel d'un relèvement des taux pour la combattre. En Europe et aux États-Unis, la population est désormais confrontée à des hausses de prix à deux chiffres, plombant la confiance des ménages et leur pouvoir d'achat. Les causes de l'accélération de l'inflation sont multiples, les plus importantes étant le puissant rebond des prix de l'énergie, les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement et l'expansion budgétaire et monétaire dans les pays occidentaux durant la pandémie de Covid.

Un taux d'inflation élevé, en particulier associé à une stagnation de la croissance, est problématique pour l'économie et les ménages, car il détruit l'épargne et rend la gestion des finances difficile pour les acteurs économiques (ménages, entreprises, États). Établir un budget devient difficile, car les prix deviennent incertains et l'inflation engendre également des tensions sociales, les travailleurs cherchant à préserver leur pouvoir d'achat en exigeant des salaires plus élevés. Le risque majeur est celui d'une spirale d'inflation, dans laquelle la hausse des prix entraîne une hausse des revendications salariales, ce qui accroît les coûts des entreprises et entraîne une nouvelle hausse des prix, qui elle-même alimente les revendications salariales. Le coût de l'endettement a lui aussi tendance à augmenter rapidement, les banques appliquant des taux d'intérêt plus élevés pour compenser la hausse des prix. Toutes ces raisons font que les gouvernements et les banques centrales à travers le monde sont extrêmement préoccupés par l'inflation et tentent de l'enrayer avant qu'elle n'échappe totalement à leur contrôle.

Pour les investisseurs, il n'existe pas de solution miracle contre l'inflation, mais certaines erreurs doivent absolument être évitées. Certains placements, qui procurent un rendement honorable dans des conditions normales, ont tendance à enregistrer des performances particulièrement mauvaises dans un contexte d'inflation élevée. Comme nous l'avons souvent évoqué au fil des ans, les investisseurs devraient éviter la plupart des instruments obligataires comme les emprunts d'État et les créances d'entreprise, qui plus est ces dernières années marquées par une prise de risque de plus en plus importante pour compenser la faiblesse des rendements. L'un des exemples les plus choquants est l'émission d'un emprunt à 100 ans par l'Autriche en 2020.¹ Ce placement s'est bien comporté dans un premier temps, mais cette obligation notée AA a chuté de 55% ces derniers mois². Il importe de noter que les obligations sont généralement jugées « sûres » et se retrouvent souvent dans le portefeuille de stratégies soi-disant « prudentes », si bien qu'il convient d'être particulièrement vigilant dans le contexte difficile que nous connaissons actuellement. Une autre mesure importante qu'il convient de prendre est de conserver une réserve de liquidités suffisante pour faire face aux dépenses quotidiennes, en particulier sachant qu'elles augmentent au gré de l'inflation. Il ne s'agit pas pour autant de détenir uniquement des liquidités, dans la mesure où elles perdent inévitablement de la valeur lorsque détenues des années durant. Il est préférable de consulter un professionnel pour déterminer le montant de liquidités approprié étant donné qu'il dépendra de différents facteurs (dépenses, revenus, âge, profil de risque...).

	Zone euro	États-Unis	Chine	Japon
Inflation 2022	8,1%	8,6%	2,1%	2,4%
Variation sur un an du taux de change vs. USD	-10,6%	-	-3,7%	-18,5%
Taux des emprunts d'État à 10 ans	1,6%	3,2%	2,6%	-
Ratio dette publique / PIB	95.6%	123%	20.3%	225%
Indice boursier - Variation depuis le début de l'année	-19%	-21%	-10%	-9%

Figure 1 – Source : *The Economist*

Comme le montre le tableau ci-dessus, l'inflation n'est réellement élevée qu'aux États-Unis et en Europe, et reste faible dans les deux autres grandes économies que sont le Japon et la Chine. La grande différence entre l'Asie et le monde occidental est que les gouvernements asiatiques ont accordé bien moins d'aides financières à leurs populations et leurs entreprises durant la pandémie de Covid. La Chine demeure également sous le coup de mesures partielles de confinement qui limitent la consommation et l'inflation au niveau local, mais créent des goulets d'étranglement qui limitent les exportations et dopent l'inflation aux États-Unis et en Europe. Le Japon est un cas à part et est confronté à un risque d'accélération de l'inflation ces prochains mois.

Il importe également de noter la différence entre l'Europe et les États-Unis d'un point de vue économique, les deux régions affichant certes un taux d'inflation similaire mais aussi des perspectives très différentes selon nous. La grande différence est l'énergie, sachant que les États-Unis sont globalement indépendants sur ce plan³, tandis que l'Europe

¹ <https://moneyweek.com/investments/bonds/government-bonds/602086/why-would-anyone-ever-buy-a-100-year-bond>

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-30/an-aa-rated-government-bond-down-55-shows-the-pain-of-higher-rates>

³ <https://www.eia.gov/energyexplained/us-energy-facts/imports-and-exports.php>

importe environ 60% de ses besoins en énergie, essentiellement auprès de la Russie⁴. L'énergie, en particulier le pétrole et le gaz naturel, est la principale cause de la hausse de l'inflation ces 12 derniers mois. La plupart des régions du monde ont été affectées, mais une évolution importante se dessine depuis quelques semaines. À ce jour et malgré la croissance significative des énergies renouvelables, les combustibles fossiles (charbon, gaz naturel et pétrole) continuent de répondre à quelque 80% des besoins primaires en énergie au niveau mondial. Le pétrole et le charbon sont pour l'essentiel des ressources naturelles négociées sur les marchés mondiaux, sans grande différence entre les prix en Europe, aux États-Unis et en Asie, dans la mesure où ils sont facilement transportables. Le gaz naturel par contre est bien plus cher et difficile à transporter étant donné qu'il doit être liquéfié puis transporté au moyen de vaisseaux complexes et onéreux, dont la construction prend des années. Dès lors, les prix du gaz peuvent varier considérablement selon l'endroit où vous résidez, et la guerre en Ukraine ne fait qu'accroître ces différences. Les prix du gaz naturel en Europe sont supérieurs à ceux aux États-Unis depuis la révolution du gaz de schiste ces dix dernières années, et l'écart se creuse sous l'effet de la crise récente. Les prix du gaz dans l'UE, qui continuent d'augmenter, sont actuellement 7,3 fois supérieurs à ceux aux États-Unis, qui connaissent une baisse depuis quelques semaines en raison du ralentissement de l'activité économique. Cette différence au niveau des coûts énergétiques aura un impact majeur sur l'industrie, les prix de l'électricité, les consommateurs et, au final, les places boursières en Europe. Hélas, nous voyons mal comment la situation en Europe pourrait s'améliorer rapidement, à moins d'un changement de régime en Russie.

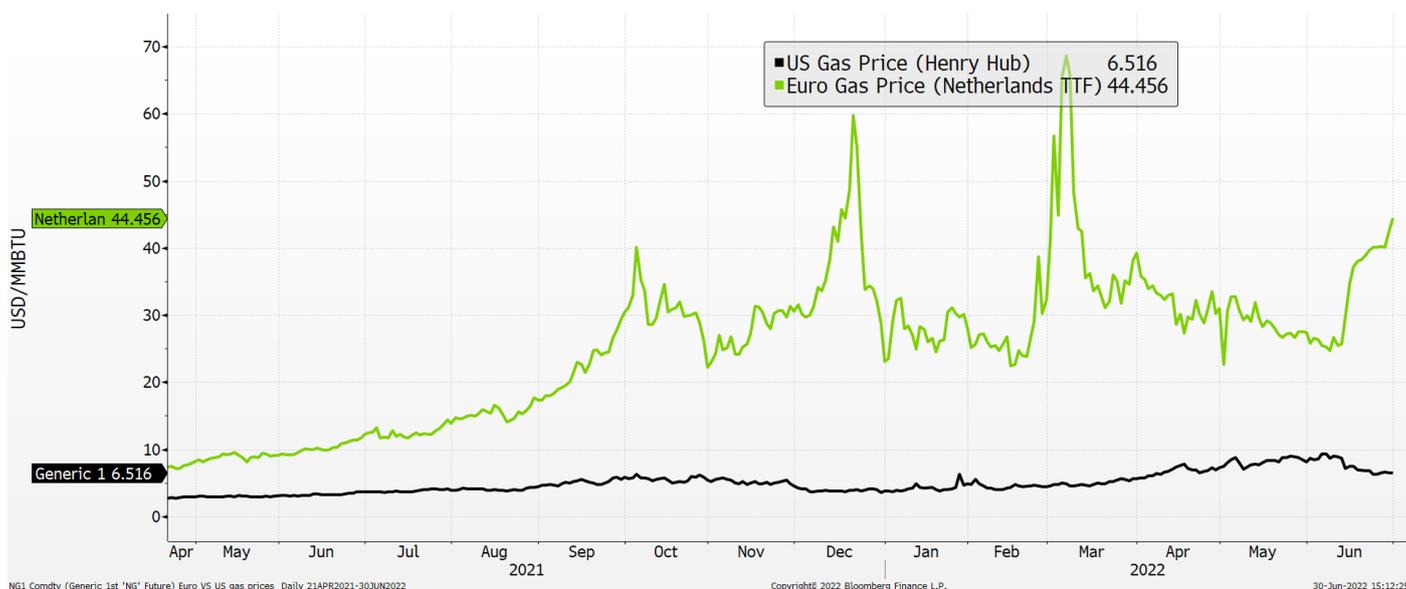
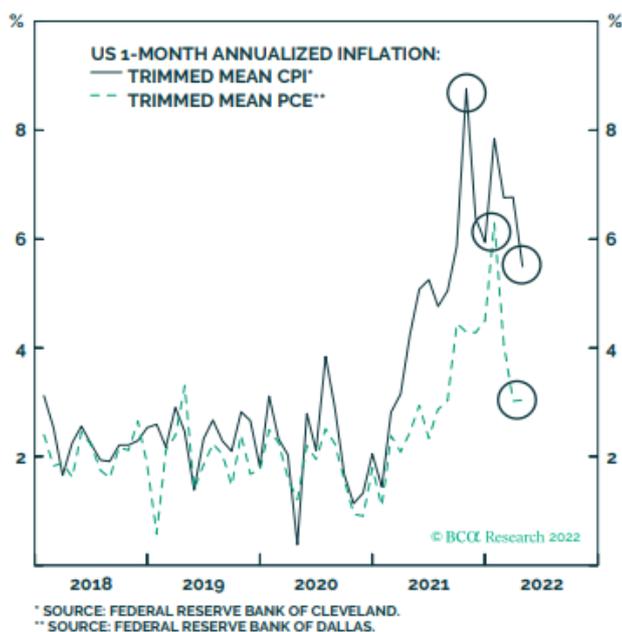


Figure 2 – Source : Bloomberg

⁴[https://www.cleanenergywire.org/factsheets/germanys-dependence-imported-fossil-fuels#:~:text=European%20Union's%20import%20dependence,%25\)%20are%20met%20with%20imports](https://www.cleanenergywire.org/factsheets/germanys-dependence-imported-fossil-fuels#:~:text=European%20Union's%20import%20dependence,%25)%20are%20met%20with%20imports)



L'écart entre les prix de l'énergie commence également à impacter l'économie réelle. Comme le montre le graphique ci-dessous, l'inflation aux États-Unis semble avoir déjà atteint son pic il y a quelques mois et commence désormais à ralentir, tandis que celle en Europe poursuit son accélération et l'on se demande ce qui pourra la freiner. Il y a un an, la Maison-Blanche a publié un article sur les crises d'inflation depuis la Seconde Guerre mondiale⁵ dans lequel elle notait que la crise actuelle ressemble davantage à la flambée d'inflation consécutive à la Deuxième Guerre mondiale qu'à la période d'inflation prolongée des années 1970. Cet article avançait l'argument selon lequel la récente flambée de l'inflation était un phénomène temporaire. Si cette conclusion se révèle erronée jusqu'ici en ce qui concerne l'économie américaine, il se pourrait en fait que les auteurs de l'article aient simplement été trop hâtifs dans leur jugement.

L'autre conséquence de la hausse de l'inflation est le relèvement des taux des banques centrales ainsi que le creusement des spreads, c'est à dire de l'écart entre les entités financières les mieux notées (le gouvernement américain par exemple) et celles les moins bien notées. Aux États-Unis par exemple, le taux des crédits immobiliers à 30 ans à taux fixe a augmenté d'environ 3% à la fin de l'an dernier à près de 6% à l'heure actuelle⁶. Une telle hausse aura un impact significatif sur le marché du logement américain et nous commençons déjà à observer un tarissement des transactions. En Europe, la hausse de l'inflation et des taux n'a pas eu d'impact majeur sur les crédits immobiliers pour l'heure, mais cet impact pourrait finir par se manifester et affecter les prix des logements, surtout compte tenu de leurs niveaux élevés suite à l'emballlement du marché post-Covid. Nous observons déjà des tensions sur les emprunts d'État, les rendements de la dette italienne retrouvant leurs niveaux constatés lors de la dernière crise de la dette souveraine en 2014⁷. Le creusement des écarts de financement aura également des conséquences pour certaines entreprises, essentiellement celles fortement endettées, qui devront payer davantage pour se financer et/ou se trouveront dans l'incapacité d'obtenir un financement adéquat.

Ainsi, il est plus important que jamais pour les investisseurs européens de regarder au-delà de leurs frontières et d'adopter une approche sélective. Les entreprises européennes ne vont pas toutes souffrir et la crise pourrait servir de catalyseur à un changement positif, comme un accroissement des investissements dans l'isolation des logements et les énergies renouvelables, mais ce scénario risque d'être l'exception plutôt que la règle.

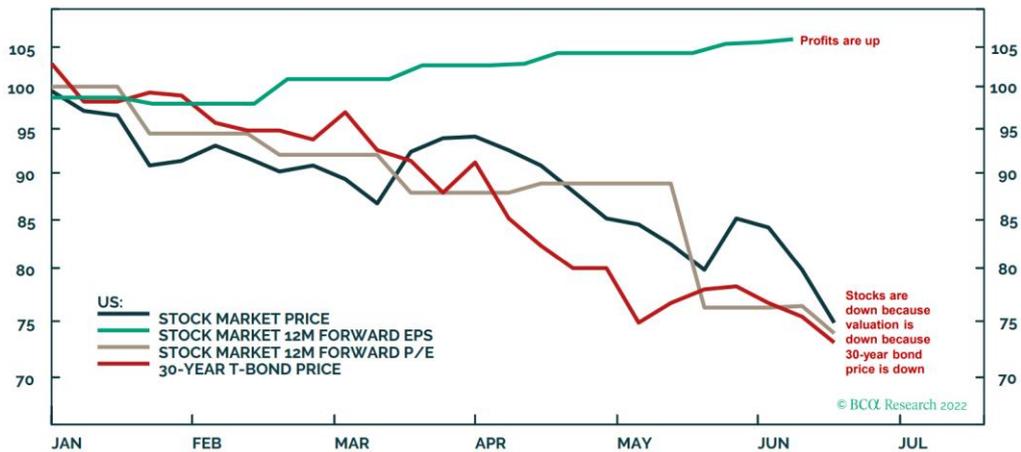
Nous restons convaincus qu'un investissement dans un placement mondial indexé, assorti d'une sélection restreinte de fonds actifs, est un choix intéressant pour les investisseurs à long terme. Sachant que les grandes entreprises américaines représentent plus de 60% des indices mondiaux, la performance des places boursières internationales dépendra essentiellement de la performance des sociétés américaines. Fort heureusement, comme le montre le graphique ci-dessous :

⁵ <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2021/07/06/historical-parallels-to-todays-inflationary-episode/>

⁶ <https://themortgagereports.com/61853/30-year-mortgage-rates-chart>

⁷ <https://www.cnbc.com/2022/06/13/europes-fear-gauge-just-hit-its-highest-level-since-may-2020.html>

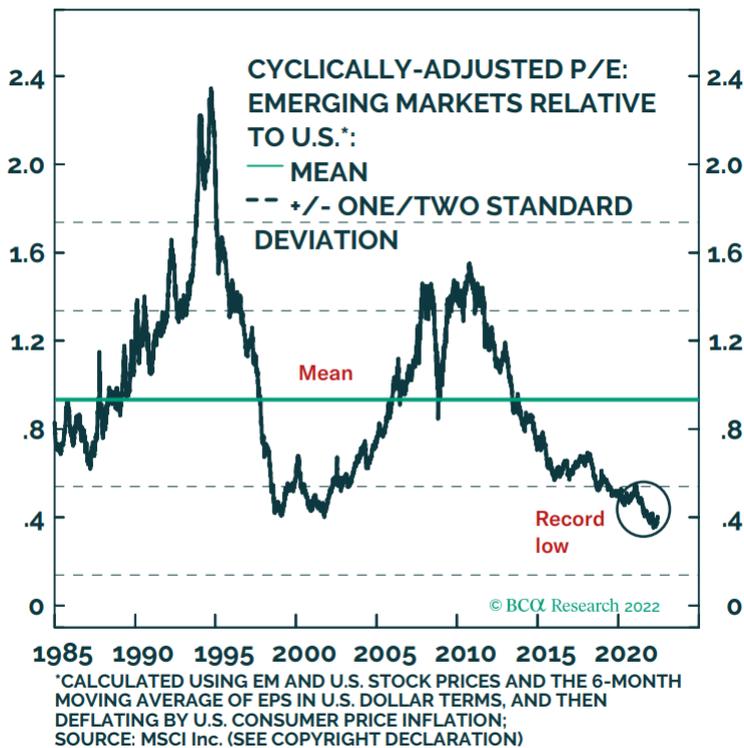
- (1) Les prévisions de bénéfices des entreprises américaines demeurent favorables
- (2) Le marché est nettement moins onéreux qu'il y a six mois



- (3) Nous pourrions connaître une contraction brève et brutale des bénéfices mais l'économie américaine suscite peu de craintes d'un point de vue structurel, avec une situation financière des entreprises et des ménages qui reste saine, une culture d'entreprise et un profil démographique favorable.

Assets, Liabilities, and Net Worth





Chez TreeTop, nous considérons par ailleurs que compte tenu de la forte concentration de grandes entreprises américaines dans les indices mondiaux, une sélection de fonds actifs, davantage exposés aux marchés et aux secteurs émergents, constitue également un choix intéressant. Comme le montre le graphique ci-contre, les marchés émergents ont rarement été si peu valorisés par rapport au marché américain. La Chine et l'Inde suivent des trajectoires très différentes : l'Inde est en plein essor après avoir été particulièrement éprouvée par la crise du Covid, la Chine connaît certaines difficultés essentiellement liées à l'immobilier mais reste mue par l'esprit d'entreprise et abrite des entreprises intéressantes.

L'appréciation du dollar américain va continuer de mettre la résilience des marchés émergents à l'épreuve. Les économies frontalières (Pakistan, Sri Lanka, Égypte) risquent de se retrouver sous pression, mais nous n'avons aucune exposition

aux pays concernés. Les grandes économies émergentes (Corée du Sud, Taïwan, Asie du Sud-est, Brésil) sont bien plus solides et leurs actions respectives sont bon marché. Les économies émergentes sont pour une bonne part en bien meilleure condition que l'Europe, avec des entreprises de classe mondiale (Samsung, TSMC, Infosys), des bénéficiaires de la hausse des prix des matières premières (Indonésie, Amérique du Sud) et des indicateurs macroéconomiques favorables.

Pour conclure, la volatilité est un corollaire fâcheux de l'investissement dans les actions mondiales et il importe de disposer d'un horizon temporel de trois à cinq ans, et d'une réserve de liquidités suffisante pour faire face aux incertitudes. Cependant, conserver tous ses avoirs en liquidités entraînera inmanquablement une perte de pouvoir d'achat sur le long terme. Il importe également de ne pas perdre de vue qu'en raison de sa nature liquide, le marché actions mondial fait office d'indicateur avancé pour un grand nombre d'autres classes d'actifs (private equity, immobilier...). Il est généralement le premier à plonger mais aussi le premier à rebondir. Nos conseillers financiers restent à votre disposition pour répondre aux questions éventuelles que vous pourriez vous poser.

2. Nos convictions

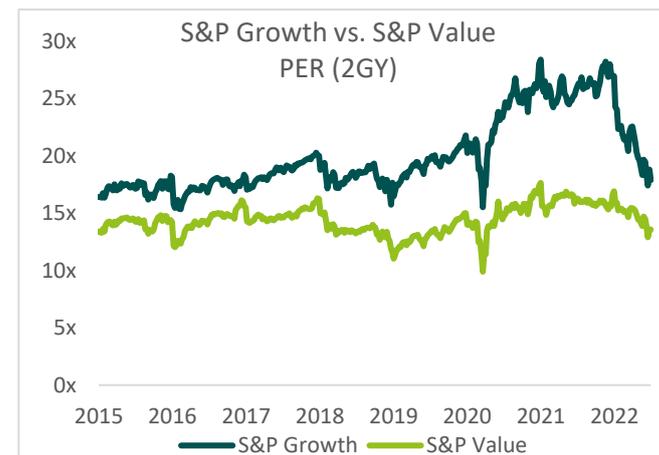
Bien qu'elle ne soit pas parvenue à dégager des résultats positifs cette année⁸, notre stratégie a néanmoins généré une performance supérieure à celle du marché dans son ensemble, à la faveur de placements réussis en Chine et parmi les actions américaines de style « value ». Notre investissement le plus fructueux jusqu'ici cette année est la société chinoise **FUFENG**, le leader mondial du glutamate monosodique (GMS) et des acides aminés. Cette position que nous détenons de longue date a un temps largement sous-performé le marché, mais elle a enfin décollé ces derniers mois et sa valeur a presque doublé depuis le début de l'année. Ce type de comportement est malheureusement chose courante sur le marché des actions et il montre qu'un bon argumentaire d'investissement ne suffit pas et qu'il importe de faire preuve de tempérament et de patience lorsque l'évolution du marché reste longtemps défavorable. Notre thèse d'investissement est simple et partait du principe qu'après avoir pris l'ascendant en termes de coûts sur ses marchés grâce à des sites de production modernes et bien situés, **FUFENG** générerait progressivement des cashflows plus durables. Ce dernier aspect de la thèse d'investissement a pris plus longtemps que prévu à se réaliser en raison d'une guerre des prix continue de la part de concurrents de moindre taille. La situation semble enfin se stabiliser dans

la mesure où la volatilité des prix des matières premières et des financements en Chine ces dernières années a évincé ces petits concurrents, offrant à **FUFENG** et son concurrent majeur MEIHUA un meilleur contrôle sur les prix et les marges. Malgré la bonne performance du titre⁸, nous conservons une position importante dans l'entreprise sachant que ses actions restent bon marché en termes relatifs et absolus. La société a également lancé la construction d'une usine dans le Dakota du Nord aux États-Unis afin de mieux desservir le marché local des acides aminés. Cette décision nous semble judicieuse car elle permet à **FUFENG** de combiner son excellent savoir-faire dans les procédés de fermentation avec le bas niveau des prix du maïs et de l'énergie aux États-Unis pour disposer d'une usine de premier plan.

Il y a un an, nous avons décidé de lancer un certain nombre de nouveaux produits de style « value » et d'allouer une partie de notre stratégie à des actions américaines sous-valorisées, selon la méthodologie « Dogs of the Dow ». Cette décision s'est révélée bien inspirée, sachant que les actions de style « value » ont nettement surperformé celles de style « growth » au niveau mondial.



La sous-performance des valeurs « growth » par rapport aux actions « value » se retrouve aussi bien sur le marché mondial que sur le marché américain, et suit un schéma très similaire. Comme le montrent les deux graphiques ci-dessous, les valeurs « growth » sont devenues très onéreuses par rapport aux actions « value » durant la pandémie et l'inversion récente des performances dénote un retour à la normale.



⁸ Les performances passées ne préjugent en aucune manière des performances futures.

Allouer une partie du portefeuille à des actions de style « value » devrait rester judicieux sachant que les entreprises concernées ont tendance à surperformer dans un contexte d'inflation élevée⁹. La valorisation des actions « growth » dépend fortement des cashflows à long terme, lesquels sont largement escomptés dans un contexte de remontée des taux, tandis que les actions « value » génèrent une part bien plus importante de leurs cashflows dans l'immédiat mais avec une moindre croissance.

Dans notre stratégie, nous utilisons la méthodologie « Dogs of the Dow » pour allouer systématiquement une partie du portefeuille à des actions américaines de style « value ». Cette méthodologie est simple et consiste à acheter les entreprises de l'indice Dow Jones Industrial Average qui présentent le rendement du dividende le plus élevé, ce qui a l'avantage d'inclure les plus grandes sociétés américaines qui d'une manière générale versent toujours des dividendes. La technique a porté ses fruits ces derniers mois, plusieurs des valeurs concernées enregistrant des performances positives sur l'année en cours⁸. Les principales contributions à la performance ont concerné **CHEVRON**, une grande compagnie pétrolière et gazière américaine, **MERCK & Co**, une grande société pharmaceutique, et **AMGEN**, l'un des plus grands laboratoires de biotechnologies au monde.

Un certain nombre de positions ont enregistré des pertes modérées et quelques actions se sont fortement repliées, ce qui a fait plonger la performance de notre stratégie en territoire négatif. Les performances les plus décevantes sont venues d'**IWG**, **ASHTeAD** et **INDIABULLS HOUSING FINANCE**. **IWG** est le leader mondial des espaces de coworking et l'adoption du télétravail a malheureusement affecté son activité. La société a néanmoins été la plus performante de son secteur. Elle dispose d'une stratégie de franchise intéressante pour développer son réseau en périphérie urbaine et la tendance à l'adoption de modes de travail plus flexibles dans le sillage de la pandémie pourrait à terme jouer en faveur de son modèle économique sachant qu'**IWG** est en mesure d'offrir un vaste éventail de sites proches des salariés de ses clients. Bien que leurs activités soient très différentes, **ASHTeAD** et **INDIABULLS HOUSING FINANCE** ont toutes deux souffert de la hausse des taux d'intérêt et du ralentissement de l'économie mondiale. Dans le cas d'**ASHTeAD**, l'un des leaders de la location d'équipements, le ralentissement économique est voué à affecter ses clients, ce qui pourrait amener son activité à ralentir. La remontée des taux d'intérêt affecte de façon plus directe **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, un spécialiste des crédits immobiliers en Inde, car elle entraîne une augmentation de ses coûts de financement susceptible de mettre ses marges sous pression et de ralentir sa croissance. À un horizon de plus long terme toutefois, le potentiel de croissance structurelle d'aucune de ces trois sociétés n'est remis en cause. **IWG** aidera ses clients à réaliser leur transition vers un environnement de travail plus flexible. Les entreprises continueront à investir et la construction d'infrastructures va se poursuivre, ce qui profitera à **ASHTeAD**. Enfin, les gens en Inde auront besoin de crédits immobiliers pour pouvoir s'acheter un logement, ce qui devrait profiter à **INDIABULLS HOUSING FINANCE**.

⁹ Pas de garantie de résultats ou 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 30 juin 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.
