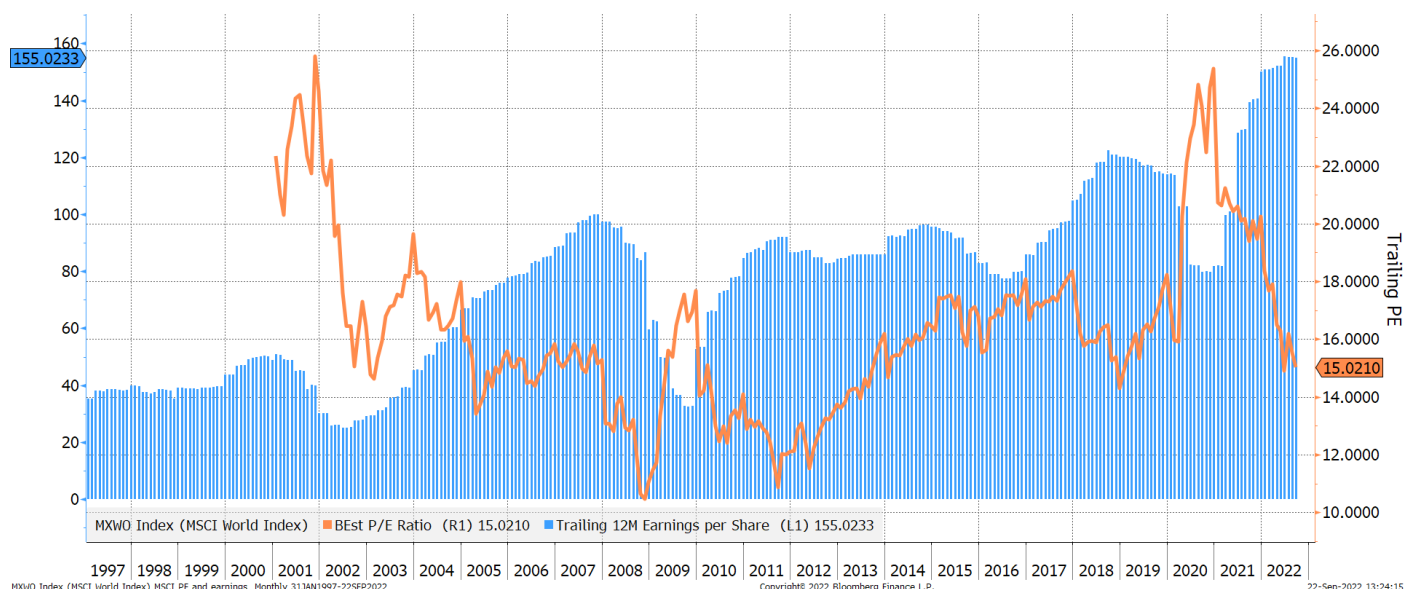


1. Conjoncture économique et boursière

Malheureusement, nous n'avons pas connu d'amélioration significative de la situation économique au cours des trois derniers mois et l'inflation et la crise énergétique continuent à faire rage dans le monde occidental et en particulier en Europe. Nos récentes lettres trimestrielles axées sur **l'investissement dans un environnement d'inflation élevée et l'importance d'une approche globale** restent toujours très pertinentes. Il y a 15 mois, nous avons analysé les conséquences d'une hausse de l'inflation et examiné la performance des principaux marchés boursiers lors du dernier choc d'inflation survenu dans les années 70¹. Depuis, l'inflation a presque doublé et la fin de la livraison de gaz naturel russe en Europe rend la situation actuelle de plus en plus similaire au choc pétrolier des années 70. Nos principales recommandations à l'époque étaient la **diversification mondiale, en détenant suffisamment de liquidités mais pas trop**, et d'être préparés à des périodes **volatiles** sachant que **les actions mondiales ont tendance à servir de bonne couverture contre l'inflation sur le long terme**. La volatilité a bien été au rendez-vous, et nous ne nous attendons pas à ce que l'avenir soit dénué de rebondissements, mais les bénéfiques mondiaux se sont montrés remarquablement résilients jusqu'à présent. D'une manière générale, la plupart des entreprises mondiales ont été en mesure de protéger leurs marges, ce qui a soutenu leurs bénéfiques.



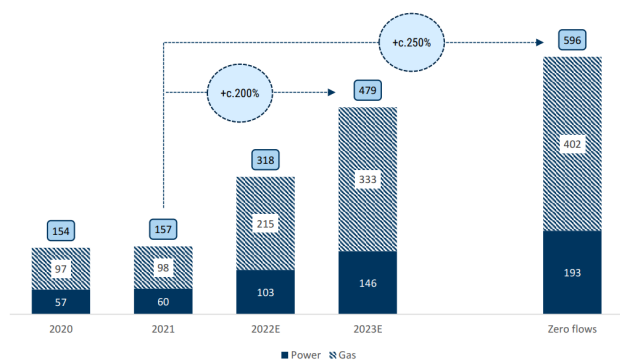
Dans nos lettres du 1^{er}² et 2^e trimestre 2022¹, nous nous sommes concentrés sur l'importance des actions américaines dans les indices mondiaux et sur la résilience relative de l'économie américaine. Plus que jamais, nous pensons que les actions américaines et, dans une moindre mesure, les actions asiatiques seront le principal moteur de la performance des actions mondiales à l'avenir. Comme le montre cette crise, l'un des principaux problèmes de l'économie européenne est sa dépendance vis-à-vis des pays extérieurs pour une part importante de ses besoins

¹ <https://treetopprivate.be/fr/nos-publications/paroles-dexperts/la-lettre-de-jacques-berghmans-2e-trimestre-2021>

² <https://treetopprivate.be/fr/nos-publications/paroles-dexperts/la-lettre-de-jacques-berghmans-1er-trimestre-2022>

énergétiques primaires. Dans la mesure où la plupart des fournisseurs d'énergie européens se trouvent dans des régions historiquement instables (Moyen-Orient, Afrique) et/ou sont gérés par des autocrates (Russie, Arabie Saoudite), l'Europe a tendance à être plus exposée que d'autres régions du monde aux chocs énergétiques majeurs. Le coût de l'énergie constitue, dans le meilleur des cas, une part importante du budget des ménages et des entreprises, mais il peut rapidement devenir une crise humanitaire dans le pire des cas. Afin de quantifier l'impact de la crise énergétique actuelle, la banque d'investissement américaine Goldman Sachs a écrit dans un rapport de septembre que :

Exhibit 1: Based on current forward curves, household energy bills in Italy could reach nearly €500/month
Italian power and gas household bills evolution (€/month)



Source: Eurostat, Goldman Sachs Global Investment Research

« Aux prix à terme actuels, nous estimons que les factures énergétiques devraient atteindre un pic en début d'année prochaine à environ 500 €/mois pour une famille européenne type, ce qui implique une hausse d'environ 200% par rapport à 2021. Pour l'ensemble de l'Europe, cela implique une hausse d'environ 2 000 milliards d'euros des factures, soit environ 15% du PIB. »

À l'échelle locale, l'économiste belge Bruno Colmant estime que la hausse des prix du gaz et de l'électricité en Belgique pourrait laisser 40% des ménages belges sans revenu discrétionnaire³. Au-delà de la pauvreté des ménages, les prix très élevés de l'énergie menacent également le potentiel économique à long terme des pays et même la sécurité alimentaire. La production

industrielle et la production agricole/alimentaire nécessitent beaucoup d'énergie. Un récent article du journal Capital.fr a constaté que les prix du pain en Europe ont récemment augmenté de 8% en glissement annuel (GA) à plus de 60% en GA en Hongrie !⁴ Plusieurs aciéries européennes, qui sont également fortement énergivores, ont dû fermer leurs portes ces derniers mois, ce qui a entraîné une baisse globale de la production en GA de 6,7% en juillet 2022.⁵

Il existe des solutions à court et à long terme à ces problèmes, mais avant de les explorer, il est intéressant de comprendre ce qui rend la situation européenne si précaire, et comment les deux autres superpuissances industrielles (les États-Unis et la Chine) ont réussi à se trouver dans une bien meilleure situation sur le plan énergétique. L'Agence américaine d'information sur l'énergie recueille des statistiques sur la consommation/production d'énergie primaire (ou l'énergie sous sa forme brute comme le charbon, le gaz et les énergies renouvelables) dans la plupart des grandes économies du monde, et quelques chiffres en disent beaucoup plus que de longs discours.

	Production d'énergie (qBtu)	Consommation (qBtu)	Ratio d'autosuffisance	Consommation par habitant (millions Btu)	Consommation de gaz naturel (% total/qBtu)
États-Unis	101,4	100,5	100%	304	32,2 (32%)
Chine	123,8	151,8	82%	107	11,3 (7%)
France	5,1	10,1	50%	151	1,6 (16%)
Allemagne	4,4	13,4	33%	161	3,5 (26%)
Belgique	0,6	2,7	22%	234	0,6 (22%)
Japon	2,3	18,7	12%	147	4,1 (22%)

Source : EIA, chiffres 2019, calculs TreeTop

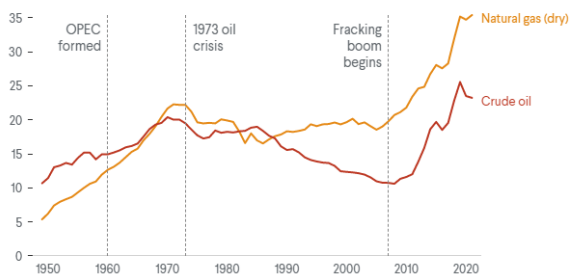
³ <https://www.lecho.be/dossiers/crise-energetique/bientot-40-des-belges-sous-le-seuil-de-pauvrete-selon-bruno-colmant-vraiment/10411613.html>

⁴ <https://sustainability.emory.edu/wp-content/uploads/2018/02/InfoSheet-Energy26FoodProduction.pdf>

⁵ <https://gmk.center/en/infographic/eu-decreased-steel-production-by-6-7-y-y-in-july-2022/>

U.S. Oil and Gas Production Soared With Fracking

Annual production, quadrillion British thermal units (Btu)



Source: U.S. Energy Information Administration.

COUNCIL ON
FOREIGN
RELATIONS

Comme on peut le voir sur le tableau ci-dessus, l'économie américaine, bien que fortement consommatrice d'énergie, avec la plus forte consommation d'énergie par habitant, est également la seule grande économie industrielle à pouvoir couvrir ses besoins énergétiques. Cela n'a pas toujours été le cas, et l'une des principales raisons de son autosuffisance est la croissance explosive de l'industrie du pétrole et du gaz de schiste ces 15 dernières années, faisant du pays le plus grand producteur de pétrole et de gaz au monde aujourd'hui⁶. En ce qui concerne la production d'hydrocarbures, un modèle capitaliste désinhibé et des sociétés pétrolières accros au risque (fameux « wildcatters ») sont certainement utiles.

Il est toutefois intéressant de noter que les États-Unis ont également connu un essor des énergies renouvelables, la croissance de la production d'électricité renouvelable représentant 21% de la production totale d'électricité en 2021, contre 13,4% en 2014⁷. Même le très conservateur Texas a connu un essor de la production d'électricité éolienne et solaire.⁸

La Chine, contrairement à son concurrent américain, est plus exposée aux chocs énergétiques extérieurs et très dépendante du charbon, qui génère beaucoup d'émissions de carbone. En même temps, le pays est également un champion de l'énergie nucléaire et des investissements dans les énergies renouvelables. Contrairement aux États-Unis, où le marché libre est primordial, la Chine repose sur une économie planifiée avec des objectifs énergétiques à long terme associée à une approche d'investissement pragmatique. Les grands projets d'infrastructure en Chine ont aussi tendance à être construits dans le temps et le budget impartis. Dans son dernier plan quinquennal, le Bureau politique du Parti communiste chinois a clairement déclaré que :

« La Chine prévoit d'atteindre son pic d'émissions de CO₂ d'ici 2030 et d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2060. Dans le cadre de cet objectif, les plans prévoient d'augmenter la part des combustibles non fossiles dans la consommation d'énergie primaire à 25% et de porter la capacité totale installée de l'éolien et du solaire à 1 200 GW d'ici 2025. Toutefois, le 14^e plan quinquennal de la Chine considère le charbon comme une source d'énergie indispensable à la sécurité énergétique et à l'efficacité économique de ces prochaines années. »

Un gouvernement fort ne signifie pas qu'il n'y a pas de place pour les entreprises privées. Un facteur clé de la capacité de la Chine à atteindre ses objectifs est l'existence d'un secteur privé très dynamique. La Chine compte deux des plus grands fabricants de batteries, **BYD** et **CATL**, détient plus de 80% de la chaîne d'approvisionnement des panneaux solaires⁹ et un certain nombre d'entreprises actives dans des éléments clés de la chaîne d'approvisionnement verte comme les matériaux terres rares. Pour ceux qui souhaitent en savoir plus sur la transition énergétique verte de la Chine, je leur recommande de regarder la vidéo suivante publiée par Bloomberg, qui donne un excellent aperçu de l'ampleur des investissements verts en Chine (<https://www.youtube.com/watch?v=b1LQSezKxnA>). Pour ceux qui sont pressés, les deux chiffres clés à retenir sont que la Chine prévoit de construire 150 nouvelles centrales nucléaires d'ici 2037, soit plus que ce que le monde a construit entre 1987 et 2022, et qu'elle souhaite avoir 1,2 TW de capacité solaire et éolienne d'ici 2030, suffisamment pour répondre à la demande d'électricité actuelle aux États-Unis.

Malheureusement, l'Europe semble avoir souffert ces dernières années d'une stratégie énergétique aveugle, avec l'arrêt de ses usines traditionnelles de production d'électricité, principalement ses centrales à charbon et nucléaires, et leur remplacement par des centrales à gaz, principalement alimentées par des gaz russes et des énergies renouvelables. Heureusement, les centrales à gaz ne représentent toujours qu'une fraction de l'électricité produite en Europe, ce qui, selon la banque américaine Goldman Sachs, offre une opportunité pour une solution à court terme :

⁶ <https://www.cfr.org/backgrounder/how-us-oil-and-gas-industry-works>

⁷ <https://www.eia.gov/energyexplained/electricity/electricity-in-the-us-generation-capacity-and-sales.php>

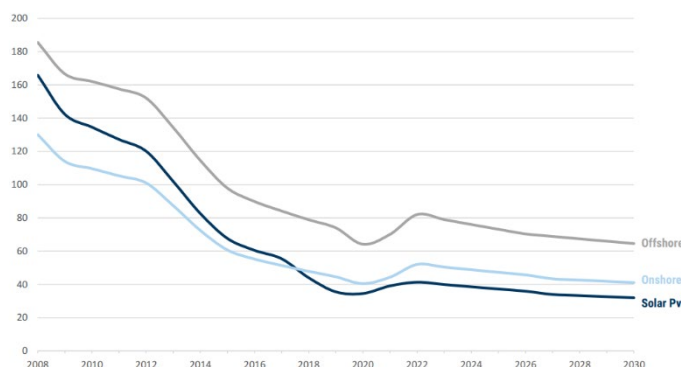
⁸ <https://www.youtube.com/watch?v=jfcbYwn8okY>

⁹ <https://www.iea.org/news/the-world-needs-more-diverse-solar-panel-supply-chains-to-ensure-a-secure-transition-to-net-zero-emissions>

« (...) la principale critique du système actuel est que les centrales à gaz, qui produisent actuellement environ 25% de l'électricité nécessaire, fixent les prix 75% du temps environ. Le fait de s'éloigner de la « tarification marginale » au profit d'un système basé sur des prix « moyens pondérés » pourrait faire baisser les courbes à terme actuelles d'environ 500 €/MWh à 210 €/MWh, soit une réduction d'environ 55%. Si nous augmentions à 75% la part de production des énergies renouvelables dans le système (conformément au plan REPowerEU), les prix de l'électricité diminueraient encore, à environ 140 €/MWh (soit une réduction d'environ 70%), avec cette approche moyenne pondérée. »

La France va déjà dans cette direction, en plafonnant les prix de l'électricité et en limitant considérablement l'inflation. Il ne s'agit toutefois pas d'une solution miracle et des pays comme l'Allemagne disposant d'une plus grande capacité électrique au gaz ne pourront pas prendre cette mesure. L'analyste de Goldman Sachs remarque également que l'augmentation des factures des ménages européens découlera en grande partie non pas de la hausse des prix de l'électricité, mais de la hausse des coûts du gaz utilisé pour chauffer les foyers et l'eau. Le même problème existe pour les entreprises qui s'appuient sur le gaz comme apport chimique et/ou énergétique. Il n'y a probablement pas de solution à court terme, à l'exception de la baisse des températures des bâtiments et de l'approvisionnement en gaz alternatif au Moyen-Orient et aux États-Unis. À long terme, la plupart des analystes pensent que les pays européens devront améliorer l'efficacité thermique des maisons, alors que l'Union européenne affirme que les bâtiments européens sont responsables de 40% de la consommation d'énergie du bloc et de 36% des émissions de gaz à effet de serre. Certains pays ont été plus performants que d'autres. Les pays baltes, par exemple, repensent avec succès leurs immeubles soviétiques, avec l'aide des institutions européennes, et réduisent jusqu'à 80% la consommation d'énergie des ménages¹⁰. Nous devons également investir massivement dans les énergies renouvelables, surtout si nous voulons décarboner les transports, qui dépendent principalement du pétrole à l'heure actuelle. Heureusement, l'Europe possède une solide expertise dans la production d'éoliennes terrestres et offshore ainsi que de bonnes capacités d'ingénierie dans les réseaux électriques à haute tension. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, les coûts des énergies renouvelables ont fortement diminué ces dernières années, en partie grâce à la Chine. L'avantage des panneaux solaires est que même si la relation entre l'Occident et la Chine tourne mal, ce que nous n'espérons pas, ils ne peuvent pas être éteints contrairement à l'approvisionnement en gaz.

Exhibit 37: The cost of renewable generation has decreased by c.60%-80% since 2008
Wind and solar LCOEs (€/MWh)



L'énergie nucléaire présente un certain nombre d'avantages, les principaux étant une faible empreinte carbone et sa capacité à produire beaucoup d'électricité dans toutes les conditions météorologiques et en utilisant très peu d'espace. Les principaux enjeux sont les conséquences majeures des accidents et des déchets très toxiques à long terme. Un débat sur l'énergie nucléaire dépasse le champ d'application de cette lettre, mais nous voulons simplement souligner que l'énergie nucléaire n'est pas une solution miracle. L'allongement de la durée de vie des centrales existantes, à condition que la plus grande sécurité soit garantie, est certainement une proposition intéressante à court/moyen terme, mais au final nous devons quand même construire de nouvelles centrales électriques. Un autre problème en Europe est que nous avons apparemment perdu la capacité de construire des centrales nucléaires dans le respect des délais et du budget. Ces dernières années, EDF et Areva, les seules entreprises restantes qui tentent de construire des centrales nucléaires en Europe de l'Ouest, ont lancé trois nouveaux projets, un en Finlande, un en France et un en Chine. Les projets en Finlande et en France ont accusé de longs retards et des dépassements

¹⁰ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-21/why-lithuania-leads-europe-in-mobilizing-green-building-retrofits?srnd=premium-europe>

budgétaires extrêmes et ont provoqué la faillite d'Areva, qui a dû être renflouée par l'État français. La centrale électrique en Chine a toutefois été couronnée de succès.

En conclusion, la crise énergétique en Europe est appelée à perdurer et elle aura un impact sur les ménages, les entreprises et au final nos investissements. L'énergie bon marché et abondante a été le fondement du développement depuis la révolution industrielle, et son manque génère des problèmes économiques profonds. Sur une note plus positive, une crise à court terme peut devenir une opportunité à long terme si les bonnes décisions sont prises. Comme nous l'avons vu avec les vaccins et le traitement de la COVID, certains progrès scientifiques majeurs peuvent se matérialiser en quelques années plutôt que sur des décennies lorsque la volonté politique est forte. L'Europe pourrait devenir un leader de l'innovation frugale et de l'économie circulaire. Mercedes possède déjà l'une des voitures électriques les plus efficaces en énergie¹¹, des architectes français ont remporté le prix Pritzker (prix Nobel de l'architecture) pour la rénovation de logements sociaux à bas coût et l'accroissement de leur efficacité énergétique¹², et le plastique recyclé pourrait devenir une matière première importante pour l'industrie au lieu du gaz naturel bon marché¹³. Dans le même temps, chez TreeTop, nous continuerons d'adopter une approche globale des investissements à la recherche d'entreprises et d'indices protégés de la crise énergétique européenne et/ou avec des modèles économiques offrant des solutions¹⁴ à cette crise énergétique.

2. Nos convictions

Bien que le début d'année ait été globalement positif pour notre stratégie, plusieurs de nos investissements ayant surperformé le marché, ces trois derniers mois ont été plus difficiles, notre stratégie ayant globalement performé en ligne avec la faible performance du marché dans son ensemble. Très peu de classes d'actifs ont enregistré des performances positives cette année, et la plupart des économies ont enregistré des performances médiocres : l'Europe a souffert de la crise de l'énergie, la Chine a pâti de mesures de confinement liées à la COVID et d'une crise immobilière, et l'économie américaine a souffert de la hausse des taux et de la forte inflation. Certains investissements importants ont très bien résisté au cours du trimestre, comme **FUFENG**, mais rien n'a réellement augmenté et compensé les pertes dans d'autres secteurs. La mauvaise performance de la plupart des titres a entraîné une forte divergence entre les fondamentaux financiers des entreprises et leurs performances boursières. **FUFENG** par exemple, grand producteur d'acides aminés basé en Chine et investissement très important pour nous, a publié des résultats incroyablement bons, mais le titre était en baisse ce jour-là malgré les performances opérationnelles exceptionnelles. Le titre se négocie désormais à 2 fois les bénéfices avec un rendement du dividende de 15%, un niveau de valorisation faible tel que nous ne l'avions jamais vraiment connu auparavant.

Comme nous l'avons expliqué dans nos deux dernières lettres, nous avons ajusté notre stratégie au cours des 18 derniers mois afin d'accroître notre exposition aux grandes actions américaines « value », qui avaient sous-performé les homologues technologiques à forte croissance. Nous avons utilisé la **méthodologie des DOGS of the DOW**, qui consiste à acheter les 10 titres du Dow Jones présentant le rendement du dividende le plus élevé et à ajuster les positions chaque année. Cette méthodologie nous a donné une exposition aux grandes sociétés pharmaceutiques (**MERCK**), aux grandes entreprises chimiques (**3M**, **DOW**), à certains groupes pétroliers (**CHEVRON**), à plusieurs grands noms de la consommation (**WALGREENS BOOTS**) et aux grandes activités informatiques/télécommunications (**INTEL**, **VERIZON**, **CISCO SYSTEMS** et **IBM**). Dans l'ensemble, cette stratégie, bien que toujours en baisse ces derniers mois, a nettement surperformé le marché dans son ensemble.

Nous continuons à détenir un certain nombre d'entreprises de taille moyenne dans notre stratégie, plusieurs d'entre elles étant basées en Asie. Certains de ces investissements, comme **UPLL**, l'un des leaders indiens des herbicides et pesticides, se portent bien mieux que le marché. Toutefois, la plupart de ces investissements n'ont pas été très performants cette année. Les entreprises de taille moyenne, en particulier si elles possèdent des composantes supposées cycliques, ont tendance à se vendre de manière agressive dès la mention d'une potentielle récession. Par

¹¹ <https://electrek.co/2022/06/23/mercedes-benz-ultra-efficient-vision-eqxx-electric-car-traveled-750-miles-1200-km-range/>

¹² <https://www.pritzkerprize.com/laureates/anne-lacaton-and-jean-philippe-vassal>

¹³ <https://www.nweurope.eu/projects/project-search/transform-ce-transforming-single-use-plastic-waste-into-additive-manufacturing-and-intrusion-extrusion-moulding-feedstocks-and-creating-a-new-circular-economy-model-for-nwe/>

¹⁴ Pas de garantie de résultat ou de performance

exemple, deux sociétés cotées au Royaume-Uni, **IWG** et **ASHTEAD**, ont enregistré des performances très médiocres depuis le début de l'année. Cela nous semble quelque peu surprenant, car ces deux sociétés continuent d'afficher de bons résultats et devraient bénéficier du dollar très fort, car la plupart de leurs activités se font aux États-Unis. **ASHTEAD**, l'un des principaux fabricants d'équipements de location, a vu sa valeur de marché baisser de 28 milliards de dollars fin 2021 à 18 milliards de dollars actuellement, malgré une hausse du bénéfice et du chiffre d'affaires par action. Nous pensons que les entreprises américaines et le gouvernement américain continueront d'investir davantage au cours de la prochaine décennie, ce qui devrait finir par profiter à **ASHTEAD**. **IWG** (ex-REGUS), propriétaire du plus grand réseau de bureaux équipés au monde, est une autre société qui, selon nous, a été injustement pénalisée durant cette correction. Bien que la société ait souffert de l'absence d'employés se rendant au bureau pendant les mesures de confinement liées à la COVID, l'activité se redresse rapidement et la pandémie a probablement dopé la demande de solutions de bureaux hybrides proposées par **IWG**. L'action se négocie à un PER prévisionnel de 10x, et sa capitalisation boursière de 1,4 milliard de dollars représente une fraction de son pic de capitalisation boursière de 5 milliards de dollars en 2019.

Enfin, la plupart des positions en Chine n'ont pas échappé à la forte correction observée ces derniers mois. Nous reconnaissons que la Chine est confrontée à des problèmes comme rarement elle l'a été ces dernières décennies, avec des mesures de confinement liées à la COVID et une crise immobilière. Toutefois, le pays continue d'avoir une population très éduquée et entrepreneuriale et devrait voir l'émergence de très grandes entreprises dans les années à venir. La plupart des actions se négocient sur la base de multiples de valorisation faibles. **MAN WAH**, une grande marque de canapés de luxe, se négocie à un PER prévisionnel de 6,6x, **VIPSHOP HOLDING**, le plus grand distributeur de vêtements en ligne à bas prix, se négocie à un PER prévisionnel de 7x, et **CHINASOFT**, l'un des principaux sous-traitants informatiques, se négocie à un PER prévisionnel de 9,6x. Nous pensons que tout changement de sentiment pourrait rapidement entraîner une réévaluation de ces titres.

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 septembre 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.
