

### Conjoncture économique et boursière

2022 restera dans les annales comme l'année durant laquelle la période de bas niveau de l'inflation et d'argent « gratuit » a brusquement pris fin dans le monde occidental. Depuis le début des années 1980, l'inflation en Europe et aux États-Unis était structurellement orientée à la baisse, de sorte que la plupart des investisseurs, des entreprises et des ménages n'avaient jamais connu d'inflation réelle. Comme le montre le graphique ci-dessous, l'inflation aux États-Unis (en jaune) et dans l'Union européenne (en blanc) a oscillé entre 1 et 2% la majeure partie des trois dernières décennies, avec des pics de courte durée à 4%. Cette tendance a toutefois changé cette année, où l'inflation a atteint plus de 9% voire un niveau à deux chiffres dans certains pays européens.

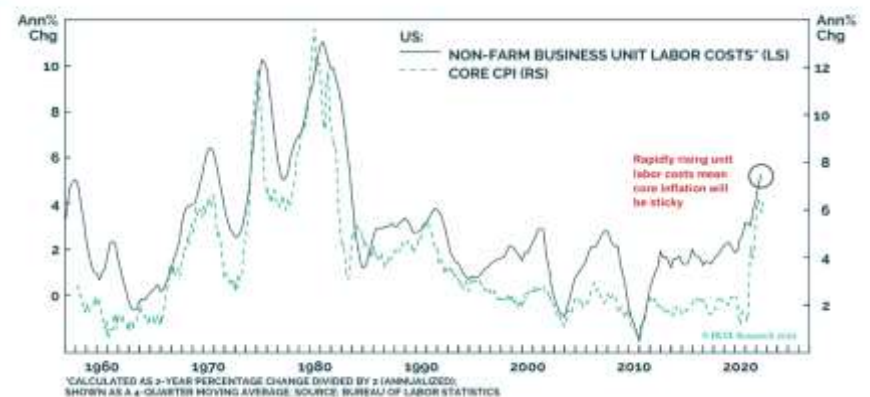


Figure 1 - inflation aux États-Unis (en jaune) et dans la zone euro (en blanc) (source : Bloomberg)

Les banques centrales, les responsables politiques et plusieurs observateurs économiques ont dans un premier temps estimé qu'il s'agissait d'un ajustement temporaire résultant de la fin de la pandémie de Covid-19, mais la durée de cette vague d'inflation en partie alimentée par la guerre russo-ukrainienne nous amène à penser qu'un retour à l'environnement économique et financier d'avant la pandémie est peu probable. Il se pourrait que le taux d'inflation baisse l'an prochain, sachant que les prix de l'énergie

sont peu susceptibles de grimper nettement par rapport à leurs niveaux actuellement élevés, mais nous jugeons peu probable qu'elle retombe à 2% à brève échéance. Les pressions salariales s'accroissent sous l'effet des tensions du marché du travail, de la syndicalisation ou de l'indexation des salaires sur l'inflation (comme en Belgique). Plus que

### US Unit Labor Costs And Core CPI



jamais, il sera important pour les épargnants d'investir dans des actifs réels afin de maintenir leur pouvoir d'achat et de générer des rendements réels modestes. L'immobilisme pourrait rapidement s'avérer coûteux dans la mesure où l'inflation s'accroît et peut rapidement éroder l'épargne. Sur cinq ans, les liquidités perdent 22% de leur pouvoir d'achat dans le contexte d'un taux d'inflation annuel de 5% et 41% de leur pouvoir d'achat lorsque l'inflation atteint 10% par an.

Malheureusement, l'inflation a aussi tendance à fausser l'économie si bien qu'il devient difficile pour les entrepreneurs et les politiques de gérer convenablement les entreprises et les gouvernements. Elle crée également de la volatilité sur les marchés financiers comme nous l'avons vu cette année. Dans un environnement de baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, les investisseurs peuvent acheter presque tous types d'actifs (immobilier, private equity, actions, obligations...) et gagner de l'argent. Lorsque l'inflation et les taux d'intérêt augmentent, les investisseurs doivent être très prudents et éviter en premier lieu les instruments financiers dont les pertes peuvent être importantes et non récupérables.

Les personnes qui nous lisent depuis quelques années n'ignoreront pas que notre opinion vis-à-vis des obligations est négative depuis un certain temps et que nous jugeons néfaste le fait que les obligations sont parfois qualifiées de placement « sûr » pour les investisseurs « prudents ». Comme le montre le graphique ci-dessous, les emprunts d'État européens ont reculé d'environ 15% cette année, enregistrant leur pire performance depuis le lancement de l'indice Bloomberg concerné en 2000. Si certains gérants affirment que le pire est derrière nous et qu'il est désormais temps de recommencer à acheter des obligations, nous restons quant à nous prudents car les rendements réels (rendement obligataire - taux d'inflation) restent nettement négatifs et nous pourrions encore assister à de nouvelles hausses de taux. Nous ne sommes pas les seuls dans ce camp. BlackRock, le plus grand gestionnaire d'actifs au monde<sup>1</sup>, évite désormais les emprunts d'État dans tous ses scénarios d'investissement.

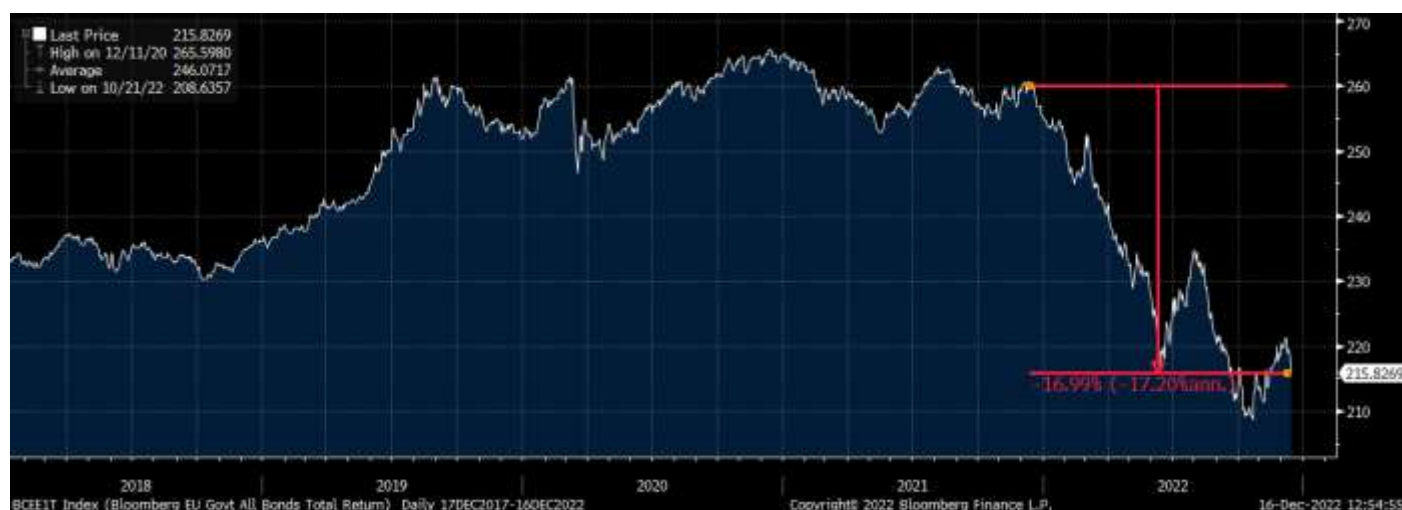


Figure 2 - Indice des emprunts d'État européens (source : Bloomberg)

Globalement, l'économie mondiale se trouve également dans une situation relativement fragile<sup>2</sup> alors que l'Europe s'enfonce dans une crise du coût de la vie/de l'énergie, que la Chine souffre d'une crise immobilière et d'une gestion problématique de la Covid, et que les États-Unis sont confrontés à une forte inflation. Dans ce trio, l'économie américaine semble dans la meilleure situation car la plupart des problèmes découlent d'une surchauffe économique qui, espérons-le, sera résolue par des ajustements cycliques. L'inflation américaine est essentiellement d'origine interne, les salaires progressant plus rapidement que la productivité, tandis que l'inflation européenne est due au choc des prix énergétiques causé par la guerre en Ukraine. Cela signifie que les travailleurs américains gagnent bien plus en termes nominaux et que de nombreux salaires augmentent plus rapidement que l'inflation, tandis que les travailleurs européens sont malheureusement structurellement plus pauvres en raison d'un choc économique externe. Le cabinet de recherche économique BCA a estimé récemment que « l'économie européenne est confrontée à des difficultés plus fortes à court terme que l'économie américaine. Les secteurs manufacturier et des services en Allemagne devraient

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-13/blackrock-s-top-bet-is-shunning-sovereign-bonds-in-all-scenarios?leadSource=verify%20wall>

<sup>2</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

encore ralentir dans les mois à venir, sous l'effet d'une baisse massive des salaires réels européens (-6,2% contre -2,5% aux États-Unis). » La situation européenne difficile nous rappelle pourquoi nous adoptons chez TreeTop une approche globale de l'investissement, car nous pouvons généralement toujours trouver une région du monde ou une classe d'actifs présentant des perspectives intéressantes.

En Asie, l'économie chinoise se comporte à l'opposé de l'économie américaine, la banque centrale chinoise ayant assoupli les conditions de liquidité et réduit ses taux d'intérêt face à la crise du secteur immobilier, au chômage élevé des jeunes et à la quasi-déflation. Le pays reste extrêmement efficace pour produire des produits à bas coût et de bonne qualité, mais la demande locale a nettement ralenti. La Chine a connu un excédent commercial record de plus de 600 milliards de dollars en 2021<sup>3</sup> et il semble que l'excédent en 2022 sera proche de ce niveau aussi.

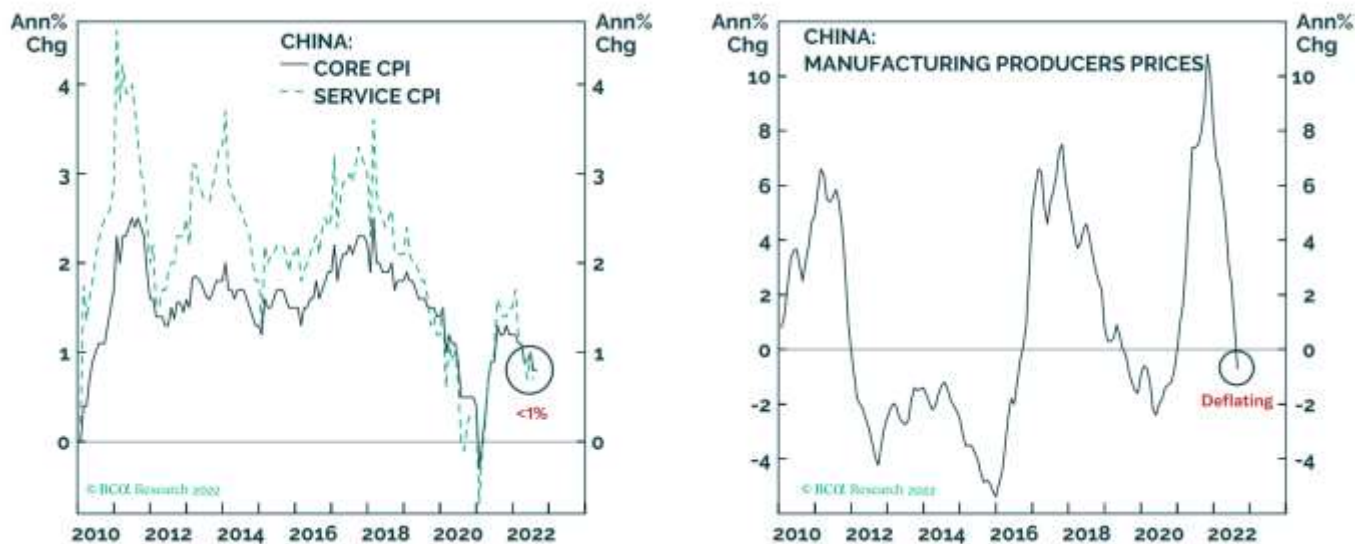


Figure 3 - Évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) et des prix à la production en Chine (source : BCA Research)

La croissance effrénée de la consommation en Chine est probablement derrière nous, sachant que la hausse des salaires a nettement ralenti<sup>4</sup>. De manière générale, la Chine devra trouver de nouveaux moteurs de croissance, la vague d'urbanisation étant en grande partie derrière nous. La plupart des ménages chinois disposent désormais d'un appartement (voire de plusieurs), d'une voiture et d'un emploi modernes. La prochaine phase de croissance nécessitera une innovation créative, ce qui pourrait s'avérer difficile dans un environnement politique qui prône le contrôle et utilise la censure de manière agressive. Ces trente dernières années, la Chine a connu un développement spectaculaire et la société chinoise a toujours été en mesure de relever les nouveaux défis. Nous continuerons par conséquent à rechercher des opportunités tout en gardant à l'esprit les défis économiques, sociaux et politiques. En revanche, l'Asie du Sud (l'Inde et certains pays d'Asie du Sud-Est) a le vent en poupe. La Banque mondiale a récemment revu à la hausse ses prévisions pour l'économie indienne<sup>5</sup> en raison de politiques macroéconomiques favorables et de réformes structurelles. L'Inde est aujourd'hui la cinquième puissance économique mondiale (la troisième si l'on utilise la méthodologie PPP) et abrite des leaders mondiaux dans les domaines de la pétrochimie, des télécommunications, de la technologie et de la pharmacie. En Asie du Sud-Est, les Philippines<sup>6</sup>, l'Indonésie<sup>7</sup> et le Vietnam<sup>8</sup> continuent de bien se porter et affichent de bonnes perspectives économiques avec des populations vastes et jeunes, une amélioration des institutions telles que des banques centrales et des tribunaux indépendants, et une culture d'entreprise dynamique. Au cours de la prochaine décennie, l'Asie du Sud bénéficiera également d'un dividende

<sup>3</sup> <https://tradingeconomics.com/china/balance-of-trade#:~:text=Balance%20of%20Trade%20in%20China,Billion%20in%20February%20of%202020>

<sup>4</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-25/china-urban-wages-grew-just-2-2-so-far-this-year-on-covid-curbs?leadSource=uverify%20wall>

<sup>5</sup> <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/12/05/india-better-positioned-to-navigate-global-headwinds-than-other-major-emerging-economies-new-world-bank-report>

<sup>6</sup> <https://www.adb.org/news/adb-forecasts-7-4-growth-philippines-2022#:~:text=The%20latest%20supplement%20to%20the,the%20previous%20forecast%20of%206.3%25>

<sup>7</sup> <https://www.adb.org/news/indonesia-economy-holding-well-2022-faces-headwinds-2023-ADB>

<sup>8</sup> <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/08/08/vietnam-s-economy-forecast-to-grow-7-5-in-2022-new-world-bank-report-says>



démographique alors que le reste du monde vieillit. L'âge médian en Inde est de seulement 28 ans, contre 38 ans en Chine et aux États-Unis et plus de 47 ans au Japon et en Allemagne.

Globalement, les investisseurs en 2023 ne devront pas perdre de vue que l'environnement économique et financier est très différent de celui que nous avons connu ces dernières années. Les **marchés actions mondiaux** et les **marchés cotés** en général du fait de leur liquidité se sont rapidement ajustés à ce nouvel environnement. Cependant, l'immobilier, les instruments de dette privée, le private equity (capital-risque, LBO...) connaissent des volumes d'échange bien plus faibles et tendent à prendre plus de temps pour s'ajuster. Nos discussions avec les investisseurs en private equity et en actions cotées nous ont appris de manière informelle que ces dernières se traitent avec une décote de 30 à 50% par rapport aux opérations de private equity qu'ils constatent, de sorte qu'ils évitent la plupart de ces opérations dans ce contexte. Un autre indicateur est celui des actions cotées en bourse de géants du private equity tels que Partners Group, Blackstone et KKR, qui sont toutes en baisse de près de 40% voire plus sur l'année.



Figure 4 - Évolution du cours des actions des principales sociétés de private equity cotées (source : Bloomberg)

L'immobilier n'est pas nécessairement en meilleure posture, sachant que la hausse des taux d'intérêt aura pour effet d'accroître le coût de la dette et les rendements locatifs devront compenser la hausse du loyer de l'argent. La crise énergétique en Europe incitera également les propriétaires à rénover les bâtiments, ce qui aura là encore pour effet d'accroître les coûts. Si les rendements nominaux (avant inflation) sur de longues périodes sont susceptibles d'être satisfaisants dans l'immobilier de haute qualité<sup>9</sup>, le parcours risque d'être mouvementé et la bonne sélection des biens sera plus que jamais cruciale. Aux États-Unis par exemple, un prêt hypothécaire moyen de 2 500 dollars par mois pouvait vous permettre d'acheter un bien coûtant 758 572 dollars au début de l'année, mais seulement 476 425 dollars aujourd'hui !

<sup>9</sup> Aucune garantie de résultat ou de performance



Figure 5 - Prix des logements que permet d'acheter un prêt dont le remboursement s'élève à 2 500 dollars par mois, en supposant un acompte de 20% et un taux hypothécaire moyen à 30 ans (source : Bloomberg)

Bien que comme chacun le sait les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs, il est néanmoins intéressant de savoir qu'un investisseur entré en bourse mondiale en 1900 a gagné 550 fois sa mise, mais seulement 11,7 fois s'il avait acheté des obligations. Sachant que notre temps sur terre est limité, la leçon la plus importante est qu'il existe de longues périodes, 35 ans voire plus comme le montre le graphique ci-dessous, durant lesquelles les investisseurs en obligations mondiales n'auraient pas gagné d'argent, tandis que le marché actions a toujours généré de solides performances durant ces mêmes longues périodes.

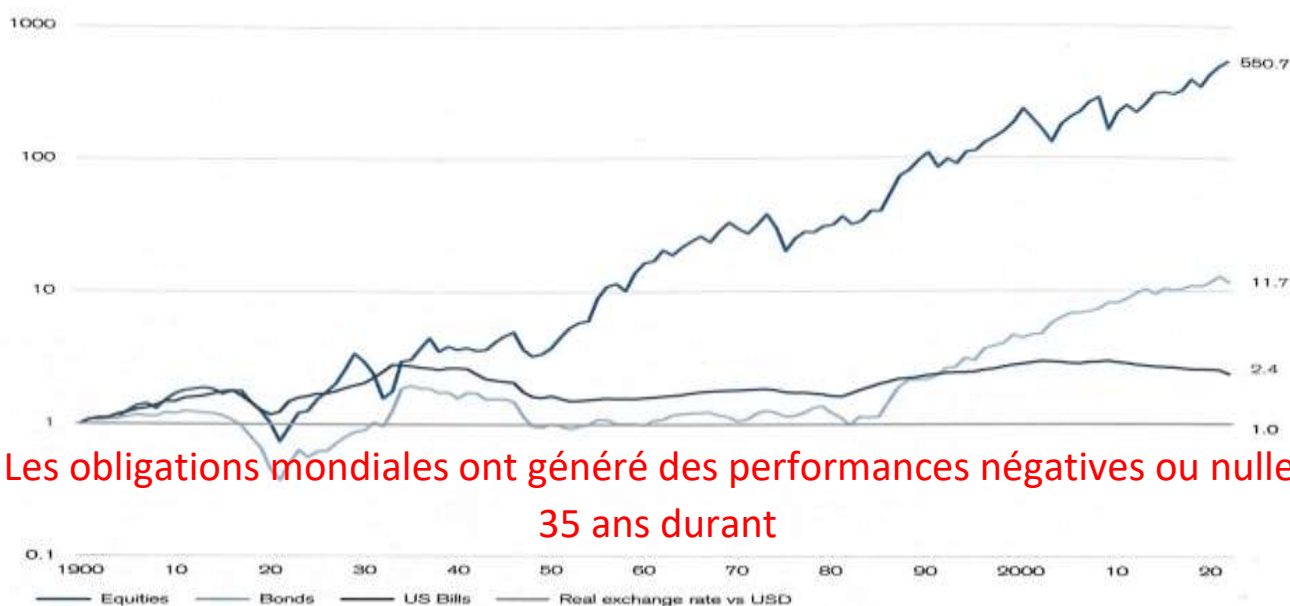


Figure 6 – Source : Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2022, Elroy Dimson, Paul Marsh, et Mike Staunton, DMS Database 2022, Morningstar.

À titre d'illustration uniquement. Les comportements du marché observés par le passé ne sauraient préjuger des comportements futurs

Chez TreeTop et avec l'aide de nos collègues d'Aubrey Capital Management Ltd<sup>10</sup> (ci-après « Aubrey Capital »), nous continuerons à rechercher les meilleures opportunités parmi les actions cotées, où qu'elles soient. La volatilité étant

<sup>10</sup> Aubrey Capital Management Ltd est un gérant mondial spécialisé qui propose une approche d'investissement différenciée. La société est basée à Edimbourg et Londres et travaille en étroite collaboration avec TreeTop Asset Management S.A.

le produit dérivé malencontreux des bonnes performances des actions mondiales sur le long terme, il est toujours bon de se rappeler ce commentaire avisé de Rudyard Kipling :

*« Si vous parvenez à garder la tête froide quand tout le monde autour de vous la perd, si vous pouvez attendre sans être fatigué d'attendre, si vous pouvez penser sans faire de la pensée votre objectif, si vous pouvez avoir confiance en vous-même quand tout le monde doute de vous, alors la Terre et tout ce qu'elle contient vous appartient ».*

Nous vous souhaitons une excellente année 2023 qui, nous l'espérons, sera gratifiante sur le plan financier, et restons à votre disposition pour toute question éventuelle.

## Nos convictions

En 2022, bien qu'en baisse sur l'année, notre stratégie a surperformé la plupart des grands indices mondiaux grâce à de bonnes décisions prises en 2021. Compte tenu de la hausse significative des valorisations des sociétés de croissance à travers le monde, nous avons décidé chez TreeTop de lancer un nouveau produit de type RDT<sup>11</sup> exclusivement axé sur les titres américains sous-valorisés, de réallouer une partie de notre stratégie aux « **DOGS of the DOW** », de maintenir la pondération importante de certains titres fortement sous-valorisés comme **FUFENG**, et d'augmenter la pondération des stratégies « value » dans nos produits patrimoniaux. Nous sommes satisfaits de constater que ces décisions ont globalement été avisées, même si avec le recul certains de nos changements auraient pu être plus agressifs.

En ce qui concerne notre stratégie, la principale contribution à la performance est venue de **FUFENG**, l'un des principaux producteurs chinois d'acides aminés et d'additifs alimentaires. Nous suivons la société depuis dix ans et avons progressivement acquis une position importante. Notre thèse est simple : grâce aux investissements dans ses usines et les technologies de production, la société est devenue le leader du secteur en termes de coûts aux côtés de son concurrent chinois coté Meihua. Grâce à sa faible base de coûts, la société a impulsé la consolidation progressive du secteur en vendant ses produits moins cher que la concurrence et en se lançant dans la production de nouveaux acides aminés. Ces dernières années, notre investissement dans **FUFENG** n'avait pas porté ses fruits sur le plan financier, sachant que les bénéfices de l'entreprise étaient volatils et augmentaient peu en raison d'une guerre des prix incessante. Comme il en est pour le marché en général, la patience lorsqu'il s'agit d'investir dans un titre en particulier est généralement une vertu et un bon investissement n'est pas toujours simple à réaliser. Néanmoins, après quelques années décevantes, l'industrie des acides aminés en Chine a atteint un tournant et les dirigeants de **FUFENG** et de Meihua ont augmenté leurs prix et amélioré considérablement la rentabilité de leurs sociétés. Cela s'est traduit par des performances boursières exceptionnelles dans un marché très difficile. Nous maintenons une position importante dans la mesure où le titre conserve un PER à un chiffre et un rendement du dividende d'environ 15%.

Ces deux derniers mois, nous avons également décidé de clôturer nos positions dans plusieurs sociétés de taille moyenne en Asie et de les remplacer par des valeurs de l'indice **Dow Jones Global Titans**. Cette opération est motivée par le contexte économique général et, en particulier, par les perspectives économiques difficiles en Chine. En outre, nos clients sont déjà très exposés aux grandes entreprises technologiques américaines par le biais de notre indice mondial, et aux sociétés de croissance du monde entier via les différentes stratégies d'investissement d'Aubrey Capital, incluses dans les stratégies des fonds TreeTop. Afin d'offrir une plus grande diversification et, espérons-le, une moindre volatilité mais de bonnes performances, nous avons décidé d'allouer une partie de notre stratégie à ces grandes sociétés cotées « value ». Nous sélectionnons les actions présentant les rendements du dividende les plus élevés, ainsi que celles qui génèrent au moins 30% de leur chiffre d'affaires en dehors des États-Unis. Par conséquent, notre stratégie actions est désormais largement exposée aux grandes capitalisations boursières qui offrent un solide rendement du dividende. Cette décision s'explique par le fait qu'au fil du temps, la partie « value » (multiples de valorisation plus faibles mais moindre croissance) des principaux indices comme le S&P 500 livre les mêmes performances que la composante « growth », mais a tendance à être un peu moins volatile et, surtout, à enregistrer

<sup>11</sup> RDT : « Revenus Définitivement Taxés »

de bonnes performances lorsque la composante « croissance » de l'indice est en berne. Le tableau ci-dessous montre que depuis 1999, l'écart de performance entre les deux composantes du S&P500, actions de valeur (« value ») et valeurs de croissance (« growth »), s'établit à seulement 2%, la seule différence majeure étant que la performance est attribuable à la hausse des cours pour l'indice « growth » et aux dividendes pour l'indice « value ».



Figure 7 - Indices S&P 500 « value » et « growth » depuis 1999 (Source : Bloomberg)

Suite à ces changements, nos investissements les plus importants au niveau de notre stratégie actions concernent désormais principalement des sociétés américaines cotées offrant des rendements du dividende élevés et des multiples de valorisation faibles<sup>9</sup>. Le tableau ci-dessous présente la description de ces investissements importants ainsi que leur multiple de dividendes et leur PER.

| Entreprise       |                            | 2022 |                | Entreprise Description   |
|------------------|----------------------------|------|----------------|--|
| Symbole boursier | Nom                        | PER  | Rendement div. |  |
| 546 HK           | Fufeng Group Ltd           | 3,3  | 11,3           | Fufeng Group Limited fabrique des produits biochimiques à base de maïs via le recours à une technologie de fermentation. Les produits de la société comprennent l'acide glutamique et la gomme de xanthan.   |
| CSCO US          | Cisco Systems Inc          | 13,2 | 3,3            | Cisco Systems, Inc fournit des services de technologie de l'information et de réseau. L'entreprise propose des services de sécurité réseau, de développement de logiciels, de données de collaboration, d'informatique Cloud et d'autres services connexes. Cisco Systems sert ses clients aux États-Unis.   |
| VZ US            | Verizon Communications Inc | 7,3  | 6,9            | Verizon Communications Inc. opère en tant que société de télécommunications. L'entreprise fournit des services téléphoniques filaires, des services de données, des services de communication sans fil et des services Internet. Verizon Communications sert ses clients aux États-Unis.   |
| KO US            | Coca Cola Co / The         | 25,4 | 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 aux grossistes du monde entier.   |
| JPM US           | JPMorgan Chase & Co        | 11,7 | 3,0            | JPMorgan Chase & Co. fournit des services financiers internationaux et des services de banque de détail. La société fournit des services dans les domaines de banque d'investissement, des services de trésorerie et de titres, de la gestion d'actifs, de la banque privée, des services aux porteurs de cartes, de la banque commerciale et du crédit immobilier. JPMorgan Chase est au service des entreprises, des institutions et des particuliers. |

| Entreprise          |                                    | 2022 |                   | Entreprise<br>Description  |
|---------------------|------------------------------------|------|-------------------|--|
| Symbole<br>boursier | Nom                                | PER  | Rendement<br>div. |  |
| DOW US              | Dow Inc                            | 7,7  | 5,7               | Dow Inc. est un fabricant et un 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.   |
| IBM US              | International Business<br>Machines | 15,5 | 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. |
| MMM US              | 3M Co                              | 11,8 | 5,0               | 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.                         |
| CVX US              | Chevron Corp                       | 8,9  | 3,3               | Chevron Corporation opère dans le domaine des carburants renouvelables. La société produit et transporte du pétrole brut et du gaz naturel, et est présente dans le raffinage, la commercialisation et la distribution de carburants. Chevron répond aux besoins des clients du monde entier.  |
| WBA US              | Walgreens Boots Alliance<br>Inc    | 8,5  | 5,2               | Walgreens Boots Alliance, Inc exploite une chaîne de pharmacies. La société propose un large éventail de médicaments sur ordonnance et sans ordonnance, ainsi que des services dans les domaines des soins primaires et intensifs, du bien-être, de la pharmacie et de la gestion des maladies, et de la santé et du fitness. Walgreens Boots Alliance répond aux besoins des clients établis aux États-Unis.                    |

Source : TreeTop Asset Management S.A.

En conclusion, 2022 a été une année turbulente pour les marchés financiers et aura marqué un changement significatif de l'environnement économique et financier dans le monde. Cette évolution nécessite une adaptabilité et nous continuerons chez TreeTop à travailler d'arrache-pied pour adapter notre offre à ces changements. Souhaitons que ces changements soient gratifiants sur le plan financier. Dans l'intervalle, n'hésitez pas à nous contacter si vous avez des questions sur notre stratégie ou sur le marché en général.

**Mon fils Felix rédige cette lettre d'information avec moi depuis plusieurs années et aujourd'hui, nous reconnaissons tardivement son travail en tant que co-auteur.**



---

*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 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.*

---