



Lettre des gestionnaires 2^{ème} Trimestre 2023

Jacques Berghmans et Félix Berghmans

Conjoncture économique et boursière

À l'heure où nous rédigeons cette lettre, nous sommes heureux de vous annoncer que les marchés actions mondiaux, après quelques semaines de turbulences, ont fortement rebondi, l'indice MSCI All Countries World progressant de plus de 10% depuis le début de l'année. Cette bonne performance globale masque d'importants écarts, avec l'indice technologique NASDAQ en tête grâce à sa hausse de plus de 30%, suivi par l'indice japonais NIKKEI 225. L'indice MSCI Europe a également enregistré une performance satisfaisante, en hausse de près de 8%¹, mais les grandes valeurs industrielles ont eu tendance à afficher des performances plus modestes. Le marché américain, si l'on exclut les poids lourds technologiques Google, Facebook, Microsoft et Apple, a peu évolué cette année, le Dow Jones Industrial n'ayant progressé que de quelques pour cent.

Les valeurs technologiques américaines ont globalement fortement rebondi cette année, après une période de sous-performance importante en 2022, principalement en raison de la mise en place de mesures agressives de réduction des coûts. Plus récemment, le secteur a été dopé par la mise à disposition du public de l'outil d'intelligence artificielle ChatGPT, générant un fort enthousiasme auprès du public et des investisseurs. Cela a dynamisé les perspectives de Microsoft, investisseur de ChatGPT et de NVIDIA, société de semi-conducteurs de premier plan et nouveau membre du club des capitalisations boursières de plus de 1.000 milliards de dollars. En Europe, la performance fait suite à la baisse des craintes quant à une récession, un secteur du luxe porteur et un boom des semi-conducteurs. Le marché japonais a été quant à lui motivé par des réformes axées sur l'amélioration des rendements pour les actionnaires et par la faiblesse du yen, qui ont bénéficié aux entreprises japonaises fortement exportatrices.

Une autre bonne nouvelle est le ralentissement général de l'inflation aux États-Unis et en Europe, qui après avoir atteint un pic de 10% aux États-Unis et 8% en zone euro, se situe désormais à un niveau plus raisonnable de 4% et 6% respectivement. Cette baisse de l'inflation est principalement due à la baisse des coûts de l'énergie, les prix du pétrole et du gaz étant nettement plus proches de leurs niveaux d'avant la pandémie que de leurs récents pics. Comme nous l'avons expliqué dans les précédentes lettres, les États-Unis disposent d'un approvisionnement énergétique bon marché, et les prix de l'énergie devraient y rester bas encore quelque temps. La situation en Europe est plus compliquée, car elle est très dépendante des importations et le gaz russe reste une source d'énergie importante pour la zone euro. Néanmoins, les gouvernements européens continuent de construire activement des réserves d'énergies alternatives, comme les grands terminaux de gaz naturel liquéfié, les éoliennes et les parcs solaires. En Asie, l'inflation n'a jamais vraiment été un problème au cours des deux dernières années, et les données chinoises récentes indiquent un risque plus élevé de déflation que d'inflation. L'économie chinoise, contrairement aux économies occidentales, a globalement du mal à se remettre des mesures de confinement liées à la COVID, avec un chômage élevé des jeunes et un faible moral des entreprises. Les problèmes résident dans la mise en œuvre très stricte des règles relatives à la COVID et le peu d'aide financière accordée aux ménages et aux entreprises, qui ont exercé une pression considérable

¹ Au 22 juin 2023

sur les petites entreprises de la restauration, de l'hôtellerie... Les problèmes économiques sont également aggravés par une crise immobilière, qui ne devrait pas se résoudre du jour au lendemain. L'un des effets positifs de cette lente reprise est la capacité excédentaire de l'économie chinoise, ce qui devrait limiter l'inflation mondiale et réduire la demande internationale de produits énergétiques comme le pétrole.

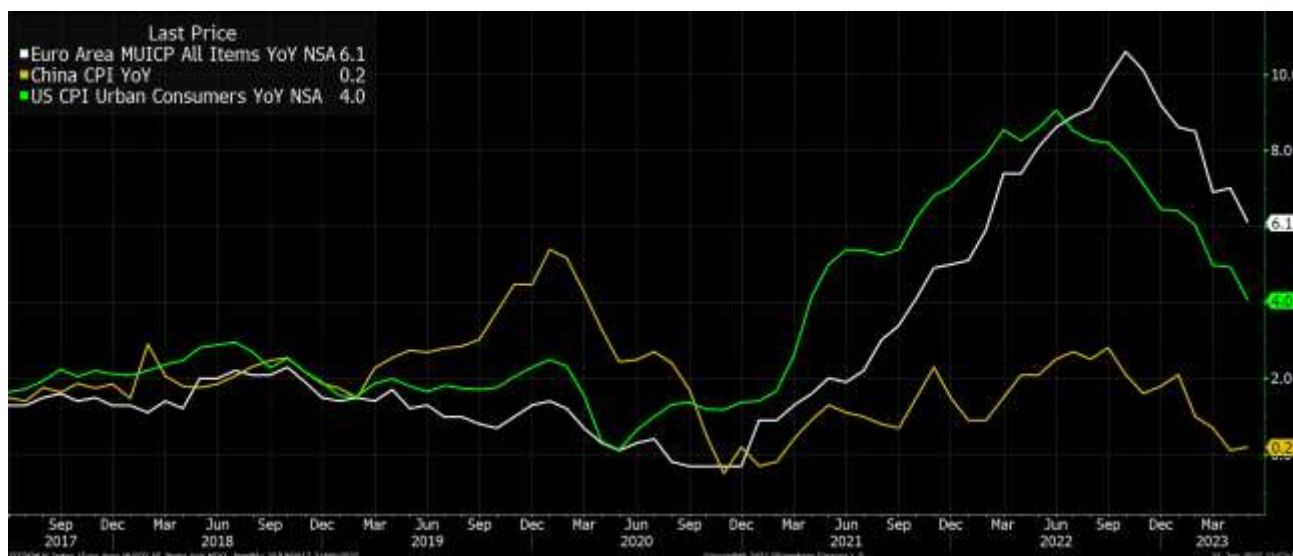


Figure 1 – Inflation aux États-Unis (vert), en Chine (jaune) et en Europe (blanc) – Source : Bloomberg

Malgré un ralentissement de la croissance des prix, les banques centrales américaine et européenne continuent de s'inquiéter de l'inflation, la BCE et la Fed prévoyant de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Leur logique est que l'inflation sous-jacente (qui exclut les prix de l'énergie) continue d'être au moins deux fois supérieure à leurs objectifs à long terme de 2%. Les économies américaine et européenne connaissent aujourd'hui des hausses de salaires inhabituellement rapides et ont un marché du travail très tendu, en particulier aux États-Unis. Chez TreeTop, nous ne nous pensons pas plus capables que d'autres de prédire les niveaux d'inflation à long terme. Nous constatons toutefois que l'inflation avant la crise de la COVID était inhabituellement faible par rapport à la tendance historique à long terme. Nous constatons également que les emplois de services moins bien rémunérés, comme ceux de chauffeur routier ou de serveur en restauration, peinent à trouver des candidats. Les grandes entreprises rentables comme Amazon offrent désormais une rémunération meilleure pour des postes sans qualification particulière que des postes d'infirmière qualifiée dans certains pays, ce qui devrait créer de nouvelles pressions à la hausse sur les salaires. Enfin, une baisse de la main-d'œuvre due au vieillissement de la population pourrait se traduire par des tensions sur les marchés du travail aux États-Unis et en Europe pendant les décennies à venir, surtout si les gens continuent de voter contre l'immigration.

Pour les investisseurs, la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt provoque un certain nombre de dilemmes. L'un des principaux risques est le verrouillage de l'épargne à des taux inférieurs à l'inflation pendant de longues périodes. Nous restons très prudents vis-à-vis des investissements obligataires, notamment sur les instruments de maturité supérieure à 2 - 3 ans. La plupart des emprunts d'État et des obligations d'entreprises de haute qualité continuent de générer un rendement inférieur au taux d'inflation actuel. Dans une situation économique et financière normale, les instruments obligataires à long terme ont généralement un rendement plus élevé que les instruments à échéance plus courte. Mais sur les marchés actuels, les emprunts d'État américains et européens à 2 ans offrent un rendement supérieur à celui des instruments à 10 ans. Dans les grandes lignes, le marché estime que l'inflation et les taux vont fortement baisser au cours des cinq prochaines années. Nous pensons qu'il ne s'agit pas là d'un risque à prendre, car les rendements seront modestes si tout se passe bien, mais pourraient s'avérer calamiteux si les choses vont mal.

La hausse des taux d'intérêt n'a pas seulement un impact sur les investissements obligataires, mais commence aussi à affecter d'autres investissements et l'économie réelle. Les entreprises fortement endettées et certaines opérations

de « private equity » sont déjà en difficulté². Nous n'avons pas encore assisté à une vague de faillites d'entreprises fortement endettées, mais les conditions financières sont certainement beaucoup plus difficiles qu'il y a cinq ans. Le secteur de l'immobilier est également sous pression, car il dépend fortement du financement par emprunt et est devenu beaucoup plus cher ces dernières années en raison de la compression des rendements locatifs. Les marchés les plus exposés sont les marchés dépendants des prêts hypothécaires à taux variable, comme la Suède et le Royaume-Uni, confrontés à une crise aiguë. L'immobilier résidentiel suédois est déjà en baisse de 15% par rapport à son pic, et la chute ne semble pas sur le point de s'arrêter³. Au Royaume-Uni, la « bombe hypothécaire à retardement » fait la une des journaux quotidiens dans la mesure où des millions d'emprunteurs devront se refinancer dans les prochaines années et faire face à une forte augmentation des remboursements. Les acteurs les plus à plaindre sont les promoteurs immobiliers confrontés à la baisse des prix de vente en parallèle de l'augmentation des coûts de financement et de construction. Heureusement, les taux hypothécaires ne sont pas variables pour la plupart des propriétaires américains et européens, ce qui limite la probabilité d'une liquidation de marché et d'une forte baisse des prix.

Les prêts hypothécaires à taux fixe, un bilan relativement sain et un marché de l'emploi porteur limitent également la pression sur le consommateur américain, l'un des principaux moteurs de l'économie mondiale, presque équivalent à l'ensemble de l'économie chinoise avec ses 17 400 milliards USD. La hausse des salaires semble désormais dépasser l'inflation⁴, en particulier pour les Américains les plus pauvres, sans diplôme universitaire. Cette évolution majeure devrait continuer d'être un soutien majeur à la croissance économique mondiale.

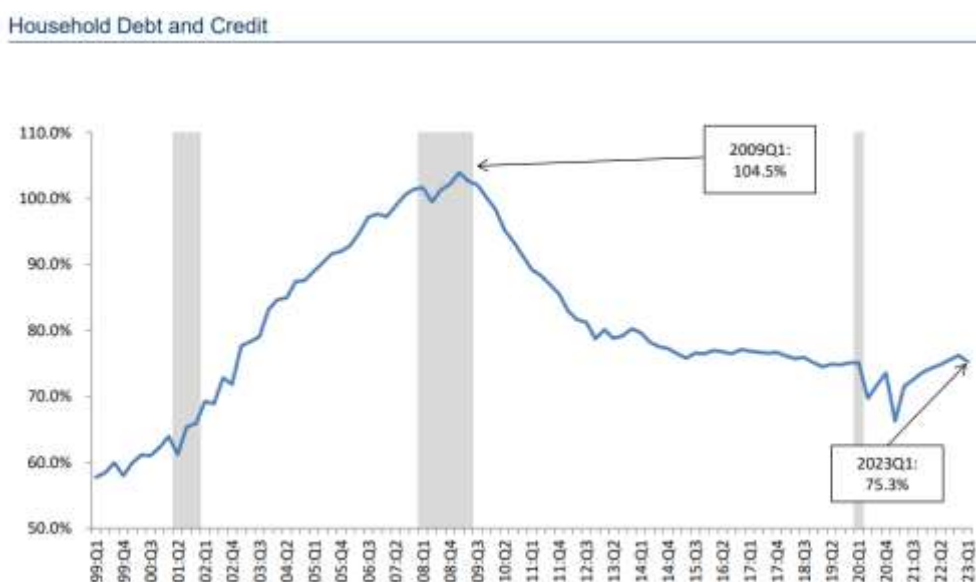


Figure 2 — Dette et crédit des ménages (Source : RBC Equity Research on US Banks, juin 2023)

²<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-20/private-equity-firms-exposed-by-unhedged-risk-interest-rates-surge?fromMostRead=true>

³ <https://corporate.nordea.com/article/81585/swedish-housing-market-false-dawn>

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-18/us-paychecks-are-outpacing-inflation-giving-fed-fodder-for-hike>

US Wages Exceed Inflation

Wage gains have lagged inflation over the past two years but that is changing

Change in median earnings (YoY, inflation adjusted)

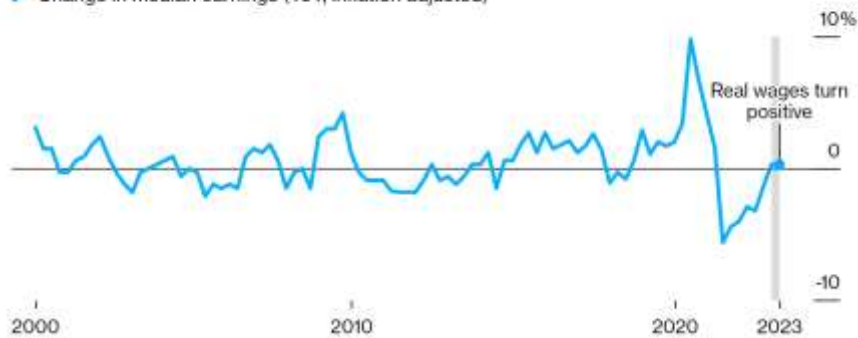


Figure 3 — Les salaires américains dépassent l'inflation - Source : Bloomberg

Un dernier risque majeur de hausse des taux d'intérêt, comme nous l'avons vu avec les faillites bancaires américaines en début d'année, est l'impact potentiel sur le système financier. À l'occasion d'un récent examen de la stabilité financière⁵, les banques centrales européennes ont résumé la situation :

« Les récentes faillites d'un certain nombre de banques régionales américaines et le rachat d'une banque suisse ont entraîné un examen approfondi de l'exposition des banques aux obligations à long terme, des risques de fuite de gros déposants non assurés et des difficultés latentes des modèles économiques. »

a) Euro area banks' unrealised losses on bonds held at amortised cost

(Q3 2018-Q4 2022; left-hand scale: € trillions, right-hand scale: € billions)

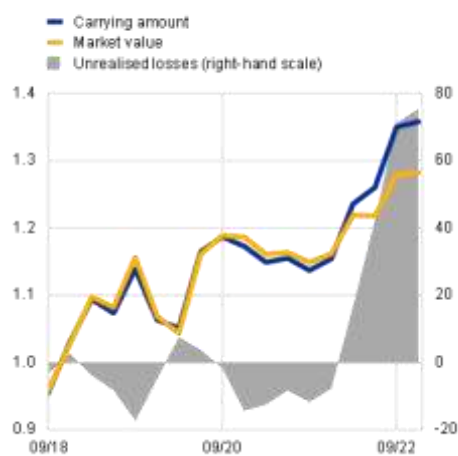


Figure 4 — Source BCE et calculs, mai 2023

En d'autres termes, le risque majeur pour les banques européennes, en particulier pour les grands portefeuilles hypothécaires/obligataires à taux d'intérêt fixe, est que leur taux de financement (dépôts...) augmente plus rapidement que les taux qu'ils facturent sur leurs actifs (prêts qu'ils accordent, comme les prêts hypothécaires ou les prêts aux entreprises). Le récent débat en Belgique sur la faiblesse des taux de dépôt montre la tension entre les épargnants, qui se sentent volés par la faiblesse des taux d'intérêt, et la banque centrale belge, qui s'inquiète de la stabilité du système financier du pays⁶. Sur le graphique de gauche, nous observons un volume de plus en plus important de pertes obligataires non réalisées dans le système bancaire de la zone euro. Ce problème est à l'origine de deux mises en garde. Tout d'abord, comme l'indique le titre, les pertes ne sont pas réalisées, ce qui signifie que les prix pourraient rebondir et ne devraient pas se cristalliser si les obligations sont détenues jusqu'à leur échéance. Deuxièmement, le montant total de 75 milliards EUR semble élevé, mais doit être comparé à l'économie européenne de 16 000 milliards EUR. Les régulateurs se penchent certainement sur l'évolution de ces chiffres et sur la liquidité

du système financier, mais nous ne serions pas surpris que cette situation crée quelques chocs financiers supplémentaires dans les mois à venir.

En conclusion, une hausse rapide des taux d'intérêt, notamment après la longue période de taux proche de zéro depuis 2009, devrait avoir des conséquences imprévues. Certaines banques européennes pourraient faire face à des problèmes, l'immobilier et le « private equity » n'offrant plus les gains assurés qu'ils ont offert depuis vingt ans. Les entreprises très endettées et même certains États souverains pourraient faire face à une crise. Dans cet environnement incertain, nous pensons qu'un portefeuille d'actions mondiales très diversifié reste un investissement intéressant. Les multiples de valorisation, contrairement aux alternatives obligataires et à l'immobilier, restent en ligne

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.html>

⁶ <https://trends.levif.be/a-la-une/banque/taux-du-livret-il-ne-faudrait-pas-que-les-belges-deviennent-infideles-a-leur-banque/>

avec leurs moyennes à long terme, et la valeur économique des actions est indexée sur l'inflation, les bénéficiaires ayant tendance à croître au moins conformément à l'inflation sur le long terme. Des poches de surévaluation existent certainement, et nous déconseillons toujours de poursuivre le dernier thème à la mode, mais un portefeuille d'actions diversifié à l'échelle mondiale devrait continuer d'être le socle d'une stratégie d'épargne.

Nos convictions

Notre style d'investissement tend à privilégier les investissements « value » ou les actions qui se négocient à des multiples de valorisation relativement inférieurs. Cette stratégie d'investissement a contribué à notre performance en 2022 par rapport au marché dans son ensemble, mais n'a pas rebondi aussi fortement en 2023. Une grande partie des valeurs les plus performantes de l'année sont les sociétés technologiques américaines, qui se négocient avec une prime par rapport à l'ensemble du marché. **NVIDIA** et **TESLA**, deux très importants contributeurs à la performance de l'indice cette année en raison de leur capitalisation boursière massive (1 043 milliards USD et 799 milliards USD), se négocient respectivement à 55 x et 53 x le PER 2024 et progressent de plus de 100% depuis janvier. D'autres valeurs comme **Microsoft** et **Amazon** se négocient également à des multiples historiquement hauts après une solide performance cette année. Certes, ces sociétés sont gérées par des dirigeants/entrepreneurs exceptionnels, mais nous ne voulons toutefois pas exposer excessivement nos clients ni nous-mêmes à ces grands noms. Dans la mesure où nous recommandons un investissement de base dans un fonds indiciel mondial, où les investisseurs sont déjà fortement exposés à ces grandes entreprises technologiques américaines, nous essayons également de diversifier notre exposition au détriment de ces actions onéreuses.

FUFENG, l'un des leaders chinois des acides aminés et notre meilleure performance l'année dernière, a connu une année 2023 plus difficile. Notre principal argument d'investissement est que la société, après des années de consolidation de son marché grâce à des investissements avisés et à une structure de coûts de première qualité, a enfin acquis un pouvoir de fixation des prix. Cette thèse a porté ses fruits l'année dernière et la société a enregistré des résultats et des performances remarquables. Depuis le début de l'année, le titre ne s'est pas bien comporté, mais somme toute de manière semblable à l'ensemble du marché actions chinois. Nous pensons que la plupart des investisseurs du titre ont des perspectives à court terme et qu'après une sensationnelle année 2022 ils cherchent un moyen rapide de cristalliser leurs gains. Même si nous ne pensons pas que **FUFENG** dépassera considérablement ses prévisions de bénéfices à l'avenir, le titre se négocie à des multiples de valorisation extrêmement bas (PER prévisionnel de 2,5 x), avec un excellent rendement du dividende de 15%. Nous pensons que la société peut continuer à maintenir ses marges élevées compte tenu de son « avantage concurrentiel durable » et que le cours du titre va donc progressivement être réévalué.

D'autres investissements importants concernent les « **Dogs of the Dow** » ou les actions américaines à haut rendement, dont les performances ont été mitigées, certains secteurs ayant enregistré des performances solides, tandis que d'autres ont été plus décevants. La principale raison de cette maigre performance est que les prévisions de bénéfices aux États-Unis, après une très forte reprise consécutive à la pandémie, ont été légèrement sous pression ces derniers mois. Un certain nombre de grandes entreprises ont vu leurs bénéfices rebondir fortement en 2021 et 2022 avec la réouverture de l'économie mondiale à la suite de la pandémie, et la plupart des ménages souhaitant consommer pour dépenser leurs belles économies engrangées pendant cette période. La plupart des entreprises ont également bénéficié d'un fort pouvoir de fixation des prix leur permettant d'augmenter les prix au-delà de l'inflation des coûts. Dans l'ensemble, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, le Dow Jones a vu ses marges augmenter significativement en 2021 (ligne jaune) et a atteint un pic début 2022. Cela s'est traduit par une excellente performance de l'indice (en blanc).



Figure 5 — Marge bénéficiaire (en jaune) et cours (en blanc) du Dow Jones, source : Bloomberg

La situation positive a commencé à se détériorer en 2022, la guerre entre la Russie et l'Ukraine ayant entraîné une inflation massive de l'énergie et une hausse générale des taux d'intérêt. Cependant, nous sommes heureux de constater que les marges semblent s'être stabilisées, ce qui devrait être de bon augure pour la croissance des bénéficiaires et des rendements à l'avenir⁷.

Comme toujours, nous sommes à votre disposition pour toute question concernant vos investissements et vous souhaitons un bel été.

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 2023

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.

⁷ Aucune garantie de résultat ou de performance