

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA BAISSÉ DES TAUX RELANCERA LES ENERGIES ALTERNATIVES

Un thème incontournable pénalisé par les taux. Un secteur volatile mais performant. Chute de l'inflation et nouveau cycle de taux favorables au secteur. Croissances des profits supérieures à +20%/an. Importants discounts vs S&P 500 et Nasdaq.

Points clés



- La transition énergétique est un thème incontournable pénalisé à court terme par la hausse des taux d'intérêt
- Opportunités d'investissement séduisantes mais volatiles
- L'inflation a cassé la dynamique positive en 2021
- Surperformance du Clean vs Global Energy
- Principales raisons de l'effondrement brutal des cours
- La lassitude des investisseurs crée des opportunités
- La 1ère baisse de taux relancera les énergies alternatives
- Valorisations particulièrement attrayantes

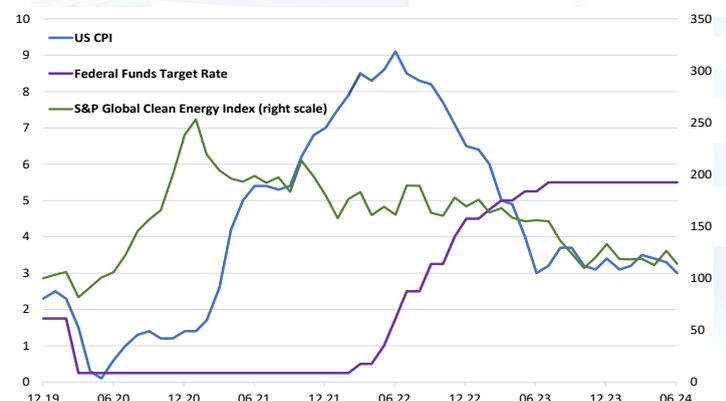
La transition énergétique est un thème incontournable pénalisé à court terme par la hausse des taux d'intérêt

Le thème de la transition énergétique a été particulièrement plébiscité par les investisseurs en 2019-2020 lorsque l'indice S&P Clean Energy réalisait des hausses de +41.5% et +138.2% et que la détermination des gouvernements à fixer des objectifs concrets était supportée par des annonces de soutiens budgétaires exceptionnels. Récemment, l'évolution de l'inflation et la hausse des coûts de financement ont eu un impact négatif sur le climat des investissements et sur la performance boursière du secteur encore en 2023. Sur une longue période depuis 1999, la progression annualisée du secteur a été de +9.9% (S&p500 +7.4%), soulignant l'intérêt de participer au développement des infrastructures vertes. Ces dernières années, les phénomènes météorologiques extrêmes aux effets catastrophiques de diverses natures ont encore été les témoins des effets désastreux du réchauffement climatique qui devient de plus en plus évident pour tous. Les bouleversements croissants du climat, sécheresses extrêmes et inondations dévastatrices soutiennent toujours plus encore la détermination des gouvernements et l'objectif global de réduction d'émissions de CO2 adoptés par la plupart des pays développés. Les objectifs fixés aussi bien en Europe qu'aux

Etats-Unis notamment, sans être remis en question, souffrent tout de même de l'évolution dommageable de l'inflation et de la hausse très pénalisante des taux d'intérêt et des coûts de financement, affectant aussi bien la demande que l'offre. La transition énergétique vers des énergies propres et renouvelables est donc toujours solidement en marche, sans risque majeur de remise en question, mais elle est temporairement menacée par des paramètres financiers et économiques qui ont évolué de manière négative depuis 2021 et qui semblent aujourd'hui probablement avoir enfin atteint leur paroxysme avec le top des taux d'intérêt aux Etats-Unis en octobre 2023.

Ces réglementations vont durablement affecter les chaînes de valeurs, qui vont aussi être fortement impactées par la concurrence induite par les diverses mesures de soutien adoptées par les gouvernements. Ces mesures permettront de supporter l'émergence de technologies nouvelles et de développer des alternatives de diverses natures de manière ciblée. Mais elles pourront aussi provoquer des relocalisations d'activités comme être à l'origine d'introduction de barrières tarifaires en protection aux exportations de la Chine vers l'Europe et les Etats-Unis par exemple. La transition énergétique ne se fera sans doute pas de manière linéaire et sans soubresauts. Il est ainsi probable que certains freins ou changement de cap et de stratégies viennent en effet temporairement perturber une tendance qui semble malgré tout clairement inéluctable. On observe d'ailleurs déjà quelques réactions ici et là de décideurs politiques qui reviennent parfois sur certains objectifs ou sur les moyens de les atteindre.

US CPI, Fed Funds, S&P Clean Energy Index



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

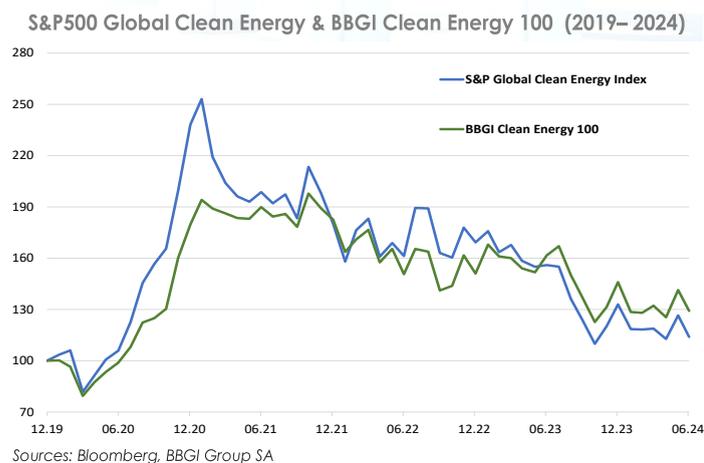
Opportunités d'investissement séduisantes mais volatiles

La transition énergétique reste plus que jamais l'un des plus grands défis structurels de l'économie mondiale qui doit repenser très rapidement et globalement son écosystème énergétique, de la production à la consommation en passant par le stockage et la distribution des nouvelles formes d'énergie. Les sommes impliquées pour mettre en œuvre cette transition sont considérables et se chiffrent en dizaines de trillions de dollars par décennie pour pouvoir atteindre les objectifs climatiques fixés. Dans ce contexte, il va sans dire que les opportunités d'investissements sont colossales dans de nombreux secteurs liés à la mise en œuvre de cette transition énergétique et évidemment pour tous les acteurs actuels et futures qui y participeront activement.

Sur le plan boursier, le secteur global des énergies alternatives, comprenant aussi bien les entreprises cotées actives dans le segment éolien, solaire, biocarburant et efficacité énergétique, a connu au cours des trois dernières années une volatilité extrême. Des années de fortes hausses ont été suivies par des périodes de fortes consolidations, créant ainsi une volatilité des performances parfois difficilement soutenables pour de nombreux investisseurs orientés à moyen terme. Au cours des dernières décennies, cette volatilité s'est exprimée de manière extrême par des progressions et des consolidations à deux chiffres. Pendant ces vingt dernières années, seules trois périodes ont enregistré des fluctuations inférieures à +10%, 14 années ont réalisé des performances de +15%, dont sept étaient de +45%. Les opportunités sont bien présentes mais elles semblent aussi très volatiles et liées à l'évolution des coûts de financement.

L'inflation a cassé la dynamique positive en 2021

Après une décennie d'inflation annuelle moyenne entre +1% et +2%, l'année 2021 s'imposait rapidement comme une transition vers un régime d'inflation très supérieure à la moyenne nécessitant un ajustement des politiques monétaires. La perspectives de hausses de taux pour lutter contre une inflation galopante déjà supérieure à +5% en mai 2021, provoquait une revalorisation majeure des perspectives lorsque les taux repassaient au-dessus de 1% et enclenchaient des prises de profits massives. La chute de -40% des indices était pourtant suivie d'une période de stabilisation en 2022, au cours de laquelle les énergies alternatives (-6%) surperformaient même assez nettement le MSCI World index en baisse de -18%.



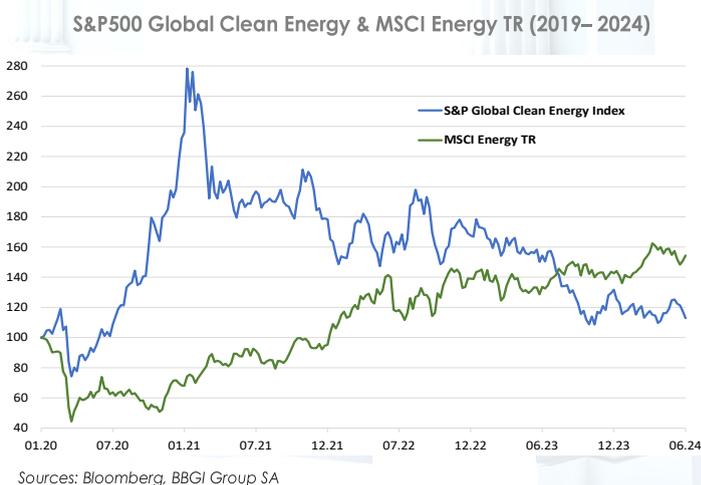
Suite à la chute de 2021, la mise en œuvre de la politique monétaire restrictive américaine dès le mois de mars 2022 n'ajoutait finalement pas d'incertitude supplémentaire. Les investisseurs restaient convaincus de la puissance du

phénomène mondial en marche représenté par les projets de transition énergétique à l'échelon mondial et par le niveau de correction déjà subi, rendant aussi déjà très attrayant les niveaux de valorisations des sociétés du secteur. Pendant près de dix-huit mois de consolidation horizontale, dans une certaine volatilité, les investisseurs sont en fait restés patients et confiants dans les perspectives des sociétés de l'éolien, du solaire et des secteurs liés à la transition en attendant le moment de la reprise. Finalement le 2ème semestre de 2023 aura eu raison de leur enthousiasme. Mis à mal par les effets de la hausse des taux et des coûts de financement des projets et par la baisse de la demande induite par cette hausse sur les résultats des sociétés, le S&P500 Global Clean Energy Index, principal indice des valeurs de la transition énergétique chutait de -30% à son plus bas en octobre.

Depuis juillet 2023, malgré la chute de l'inflation américaine, la politique monétaire de la Réserve fédérale est restée stable, ce qui a suffi à stabiliser les cours (très en dessous du top de 2020), sans toutefois apporter de soulagement et permettre un rebond du secteur. Entre le 31 décembre 2019, avant l'éclatement de la pandémie et ce jour, l'indice S&P Global Clean Energy (+35%) et notre indice BBGI Clean Energy 100 (+41%) ont malgré tout progressé de +7.2% et respectivement +8.1% par an.

Surperformance du Clean vs Global Energy

Les sociétés actives dans les secteurs éoliens et solaires ont donc très largement souffert de la hausse des coûts de financement. Après avoir massivement surperformé les titres des énergies traditionnelles en 2020, le S&P Clean Energy (-43%) a sous-performé massivement le S&P Global Energy (+182%) au cours des quatre années de hausse de l'inflation et des taux. Le maintien au-dessus de 70\$ le baril des cours du pétrole a permis aux sociétés pétrolières de réaliser des profits très importants et de rentabiliser correctement leurs fonds propres, mais cela leur a surtout permis de faire face aisément à la hausse de leurs coûts de financement, ce qui n'a pas été possible pour les entreprises de la transition énergétique en pleine phase d'investissements massifs et dont les revenus restaient souvent insuffisants à court terme. Cette dynamique est sur le point de changer en faveur des énergies alternatives.



Principales raisons de l'effondrement brutal des cours

La politique monétaire et la hausse des coûts de financement sont les principaux facteurs d'effondrement des cours. La hausse des taux affecte la valeur actuelle des profits futurs. Dans le cas des énergies alternatives, les résultats à court terme sont souvent faibles par rapport à ceux attendus à long terme.

Dès lors c'est l'actualisation de ces profits en croissance qui est abaissée et qui pèse sur les cours.

D'autre part, certaines valeurs des énergies alternatives comme les « utilities » distribuant de l'électricité verte par exemple sont aussi souvent considérées comme des investissements offrant un revenu intéressant. Dès lors, une hausse des rendements obligataires telle que celle observée en 2023 n'a pas manqué de distraire des capitaux en-dehors de ce secteur pour profiter de rendements plus élevés et à risque plus faible dans les marchés obligataires.

De plus, les investissements importants qui doivent être consentis par la plupart des sociétés du secteur pour développer leur offre et élargir leur présence dans cet écosystème en forte croissance sont fragilisés par la hausse des coûts de financement et par un accès au crédit désormais plus difficile. Mais du côté de la demande aussi, on observe désormais les effets à court terme de la hausse des taux d'intérêt. La demande des particuliers d'installations photovoltaïque est aussi soumise à cet aléa qui rend plus difficile en période de hausse des coûts de financement de procéder à des investissements parfois déjà lourds et dont le coût global est affecté par les taux de financement de plus en plus insupportables. Rien d'étonnant dans ce contexte, que certains investissements soient repoussés temporairement ou soient simplement remis en question.

Finalement, la hausse des coûts des matières premières et de production ont aussi pesé sur les marges avant de se stabiliser.

Nous l'avons déjà mentionné, le secteur des énergies renouvelables a été particulièrement vulnérable à la hausse des taux d'intérêt. Notamment aussi parce que de nombreuses entreprises concluent des contrats à long terme, fixant le prix auquel elles vendront l'énergie, avant de développer leurs projets. La hausse des coûts liée à l'inflation, couplée à l'évolution contraire des coûts de financement a clairement affecté les marges. Le secteur solaire et le secteur éolien ont été les plus touchés par la hausse des coûts d'exploitation. L'impact négatif de la hausse des taux semble avoir donc malheureusement effacé les attentes positives issues de l'inflation programmes annoncés, il leur sera peut-être indispensable d'apporter de nouvelles aides fiscales complémentaires aux entreprises du secteur. Celles-ci impactées durement par l'inflation et la hausse des taux auront besoin de nouvelles aides pour résister aux effets dommageables de ces facteurs. Une renégociation à la hausse des prix de ventes de l'électricité au secteur public pourrait s'avérer indispensable pour certains.

La lassitude des investisseurs crée des opportunités

L'extrême prudence de la Réserve fédérale, qui maintient depuis plus de douze mois ses taux directeurs à un niveau très élevé de 5.5% malgré la chute de l'inflation, a sans doute été l'un des facteurs provoquant une lassitude des investisseurs et un désengagement ces derniers de ce thème d'investissement pourtant extrêmement porteur. Les sociétés actives dans les énergies alternatives réalisent souvent encore peu de profits et doivent investir pour gagner des volumes et être plus profitables. Pendant cette phase de développement le niveau des coûts de financement est un facteur essentiel. Les taux toujours élevés en 2024 de la Fed ne permettaient pas d'envisager une amélioration de leurs niveaux de valorisations. Pourtant, initialement les investisseurs sont restés convaincus par l'intérêt à long terme de participer à la transition énergétique. Rappelons que depuis 1999, le secteur mesuré

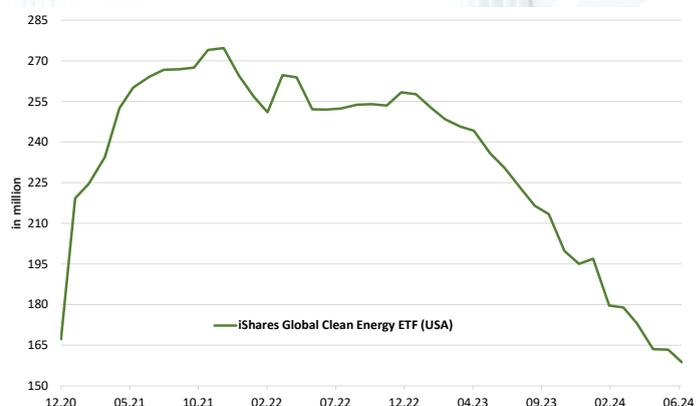
par l'indice BBGI Clean Energy 100 ou par le S&P Global Clean Energy surperforme l'indice S&P500.

Les flux de fonds vers les ETF Clean Energy avaient d'ailleurs été très importants jusqu'en 2021 et sont restés relativement stables jusqu'au 2ème trimestre 2023.

C'est donc finalement moins la hausse des taux directeurs jusqu'à 5.5%, que leur maintien à ce niveau élevé en phase de chute de l'inflation jusqu'à ce jour, qui a provoqué une lassitude des investisseurs. Ceux-ci ont fini par se lasser d'attendre une reprise au cours de ces dix huit derniers mois. Le nombre de parts en circulation dans le principal ETF IShare Global Clean Energy a en effet été réduit de -40% soulignant le désengagement des investisseurs au pire moment sans doute, alors que désormais les conditions d'un retour en force du secteur semble se dessiner.

Le besoin de solutions énergétiques alternatives reste en effet impérieux et bénéficie toujours de plans gouvernementaux ambitieux.

Flux de fonds dans l'ETF IShares Global Clean Energy



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La baisse de taux relancera les énergies alternatives

Alors que le cycle de resserrement des conditions monétaires négatif pour les énergies alternatives est déjà arrivé à son point d'inflexion en zone euro, il est maintenant très proche de se renverser aux Etats-Unis. Un cycle de baisses de taux directeurs sera synonyme de déclin des coûts de financement et d'abaissement du taux de capitalisation. L'indice des prix à la consommation a en effet enregistré en juin sa première contraction de -0.1% sur un mois depuis la chute des prix de mai 2020 et ouvre ainsi plus largement la porte à la Réserve fédérale pour débiter un cycle d'ajustement de sa politique monétaire. Après avoir remonté à onze reprises ses taux directeurs depuis 2022 elle s'apprête à procéder à sa première baisse. Nous estimons que celle-ci pourrait intervenir en septembre et être supérieure à -0.25%.

Pour les secteurs des énergies alternatives très sensible aux taux d'intérêt, le début d'un cycle de baisse est un facteur extrêmement favorable et un « game changer ». Après plusieurs années de conditions pénalisantes, l'horizon semble s'éclaircir pour le secteur. D'autant qu'aux niveaux actuels de valorisations, les entreprises du secteurs ne sont clairement pas surévaluées. Les niveaux actuels peuvent selon nous constituer un point d'entrée extrêmement intéressant pour ceux qui reconnaissent que les facteurs fondamentaux des titres cotés du secteurs bénéficieront de cette évolution en 2025.

Valorisations particulièrement attrayantes

Le « bear market » de l'indice global et des valeurs de la transition énergétique a fortement ajusté les niveaux de cours aux réalités actuelles de la hausse des taux et des coûts de financement tout en sous-estimant peut-être désormais les perspectives à long terme de ces mêmes sociétés.

En termes d'évaluation des sociétés cotées, on estime aujourd'hui que le pessimisme extrême qui a fait chuter les cours des titres solaires, de l'éolien ou des valeurs de l'hydrogène a provoqué une sous-évaluation parfois massive des perspectives bénéficiaires à terme pour ces entreprises, qui seront pourtant très certainement les principales gagnantes du processus engagé et irréversible de transition énergétique.

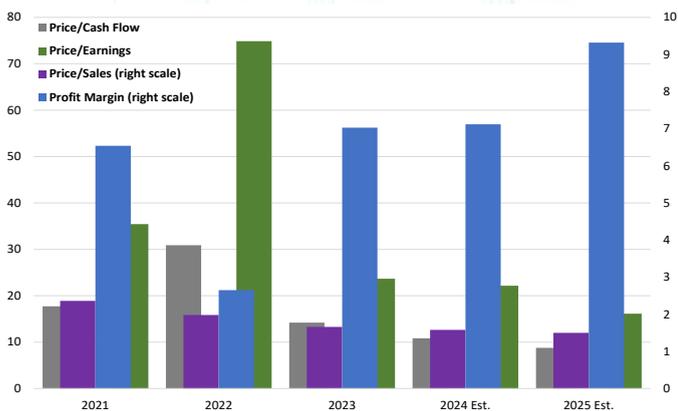
Le niveau de valorisation global de l'indice S&P Global Clean Energy a chuté d'un PE particulièrement élevé de 74x observé pour 2022 à seulement 22x pour l'année en cours et de 16x pour l'année 2025. En comparaison aux indices larges tels que le S&P500 (20.4x) ou le Nasdaq (27x), le secteur des énergies alternatives offre maintenant un discount de -22% à -40% par rapport à ces principaux indices.

Entre les estimations de 2022 et celles pour 2025, les données fondamentales du secteur se sont améliorées. Les marges brutes sont passées de 27% à 33%, les marges d'exploitation de 6.6% à 14.8%, les marges bénéficiaires de 2.6% à 9.3% et le ROE a progressé de 2.9% à 9%.

En termes de perspectives, la croissance des profits attendus pour 2024 est déjà attendue en hausse de +26.6%, mais elle pourrait encore croître en 2025 de +23%. En comparaison avec l'indice S&P500, la dynamique des énergies alternatives est largement supérieure aux taux de croissance global de +12.7% pour 2024 et de +8.1% pour 2025.

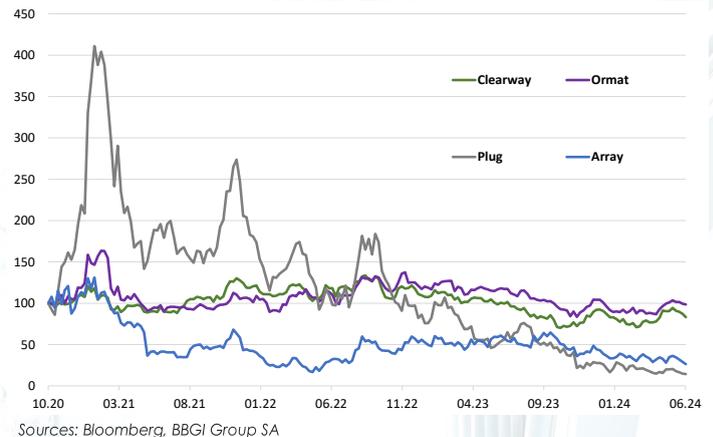
Données fondamentales S&P Global clean Energy Index

(PE, PCF, PS, MB)

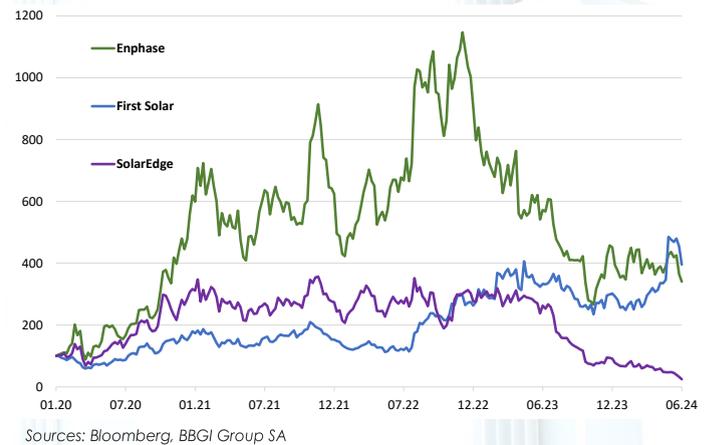


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

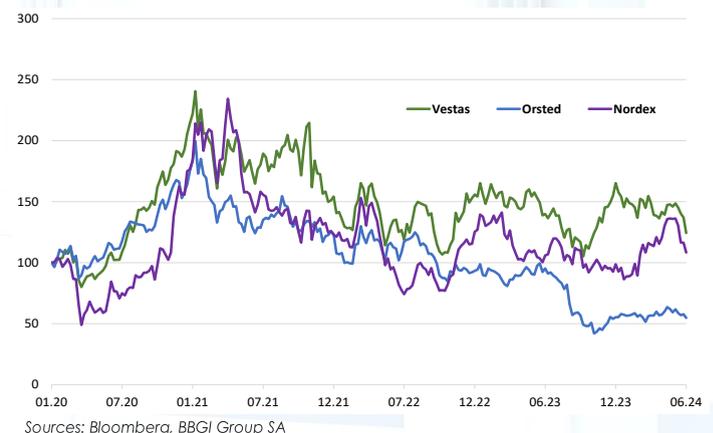
Clearway, Ormat, Plug & Array



Enphase, First Solar & SolarEdge



Vestas, Orsted & Nordex



BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
 Place de Longemalle 1
 1204 Genève - Suisse
 T: +41225959611
 reception@bbgi.ch
 www.bbgi.ch