

Équipe Mackenzie Greenchip

L'Europe en transition

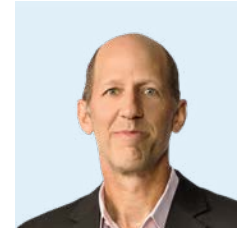
Analyses sur le terrain tirées de deux semaines de visites d'entreprises en Allemagne et en Suisse, dans un contexte de transformation et d'incertitude.

L'Europe a longtemps représenté la plus grande répartition géographique dans le portefeuille de Greenchip. En raison d'une combinaison de politiques progressistes, d'une forte densité de population et d'infrastructures majoritairement construites avant l'ère de l'automobile, le continent européen a ouvert la voie à l'élaboration de politiques et à la réalisation des choix des consommateurs et des investissements dans les entreprises pour favoriser la transition énergétique.

En même temps, dans le contexte politique et économique mouvementé d'aujourd'hui, l'Europe est aux prises avec des fractures sociales, des conflits géopolitiques, sa place dans un empire occidental en déclin, des changements industriels et économiques menés par la concurrence émergente de l'Asie, ainsi que des dynamiques énergétiques volatiles et incertaines.

Cette combinaison de leadership en matière de transition énergétique et d'incertitude politique et économique nous a dans l'ensemble permis de repérer des leaders de la transition à des valorisations attrayantes, même en tenant compte des risques macroéconomiques. Ma dernière visite en Europe remonte à 2022 et, même si par la suite notre équipe d'analystes s'y est rendue à plusieurs reprises, j'ai estimé qu'il serait bon d'y retourner compte tenu de tout ce qui s'est passé depuis.

Lors de ce voyage, j'ai visité les pays germaniques d'Europe centrale, qui sont non seulement le centre géographique, mais, à bien des égards, le cœur de l'industrie des équipements de pointe du continent. Au cours de la première semaine, j'ai eu l'occasion de rencontrer 15 entreprises allemandes, ainsi que sept entreprises suisses œuvrant dans divers secteurs produisant des biens tels que des automobiles, des robots industriels, des compteurs électriques, des transformateurs, des turbocompresseurs et des composants, comme des pompes, des vannes et des actionneurs. Durant la deuxième semaine, j'ai pu rencontrer les dirigeants et visiter les installations de deux sociétés détenues dans notre portefeuille : Andritz, un fabricant autrichien de turbines hydrauliques, de machines industrielles de pâtes et papiers, et de matériel de traitement écologique de l'eau, et AGCO, une entreprise américaine d'équipement agricole dont les plus importantes opérations se trouvent en Allemagne et comprennent notamment la grande marque de tracteurs Fendt et le développement de technologies d'agriculture de précision.



Gregory Payne, Ph. D., CFA
VPP, gestionnaire de portefeuille
Cochef d'équipe

Graz, Autriche. Visite de l'usine au siège administratif d'Andritz.



Roue/turbine Pelton utilisée pour la production d'énergie hydroélectrique.



Machine de production de papier au Centre d'application et d'innovation des papiers-mouchoirs.

Réunions en Allemagne

La situation énergétique

Parmi tous les changements que l'Europe connaît actuellement, l'évolution du paysage énergétique est peut-être le plus spectaculaire, et l'Allemagne en fait l'expérience plus que la plupart des autres pays. De nombreuses entreprises que j'ai rencontrées en Allemagne participent directement à cette transition énergétique, notamment l'entreprise de distribution E.ON, le producteur d'énergie éolienne et thermique en mer RWE, le producteur d'onduleurs solaires SMA, le producteur d'éoliennes Nordex, et le producteur d'équipements éoliens et électriques Siemens Energy (ces deux dernières entreprises font partie du portefeuille de Greenchip).

Les tarifs de rachat garantis de l'Allemagne¹, introduits dans la première décennie de ce siècle, ont sans doute été l'initiative politique la plus déterminante pour déclencher les importants investissements en capital qui ont depuis mené à l'adoption des énergies renouvelables. Grâce à ces politiques et à d'autres mesures, l'Allemagne a, parmi les grands pays, la production d'électricité provenant en plus grande proportion de sources renouvelables non hydroélectriques.

Comme le reste de l'Europe, l'Allemagne fait une pause pour évaluer les résultats de deux décennies de développement effréné des énergies

Production d'électricité renouvelable par pays

Pays	Toutes les énergies renouvelables	Énergies renouvelables, excluant l'hydroélectricité
Allemagne	53 %	49 %
Royaume-Uni	47 %	45 %
Espagne	51 %	42 %
Brésil	89 %	29 %
Chine	31 %	18 %
États-Unis	23 %	17 %
France	27 %	16 %
Japon	22 %	15 %
Canada	67 %	9 %

Source : Ember, données annuelles sur l'électricité, 2023.

renouvelables et de plus de trois ans de sanctions énergétiques croissantes contre la Russie. Parmi les grands pays européens, l'Allemagne est en tête et prévoit atteindre 80 % d'électricité renouvelable d'ici 2030, conformément à ses cibles législatives. Cette même législation prévoit également une production d'électricité nette zéro d'ici 2045 et établit des cibles minimales pour les capacités solaires, éoliennes terrestres et en mer. Cependant, même les volumes déjà fixés s'avèrent de plus en plus difficiles à intégrer au réseau électrique.

La demande totale d'électricité en Allemagne n'a pas beaucoup augmenté au cours de la dernière décennie, l'économie ayant d'abord été frappée par la pandémie, puis par une crise énergétique. La croissance de la demande liée aux véhicules électriques et aux thermopompes, bien que notable, est demeurée inférieure aux attentes en matière de politiques et n'a pas compensé la baisse de la demande industrielle.

La demande maximale en Allemagne, selon les conditions météorologiques, peut varier entre 75 et 85 GW (gigawatts). Pourtant, la capacité d'énergie solaire déjà installée dans le pays dépasse 100 GW, tandis que l'énergie éolienne s'élève à plus de 60 GW. Sous un soleil de midi pleinement dégagé, la production d'énergie solaire est souvent limitée, et les prix de l'électricité au comptant tournent autour de zéro. Pour l'éolien, les conditions sont semblables bien que moins marquées et plus difficiles à prévoir. Alors que les planificateurs de systèmes continuent de cibler des capacités en énergies

renouvelables encore plus importantes, de nouvelles mesures de limitation ne pourront être évitées que grâce à une interconnexion accrue des réseaux, à des exportations d'électricité, ou encore à des investissements dans le stockage.

C'est le stockage qui suscite actuellement le plus d'enthousiasme. RWE a déployé 0,4 GW de capacités de stockage réparties entre l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, et dispose de 3,5 GW en projets de construction et de développement combinés. L'entreprise souligne que les grands écarts de prix intrajournaliers de l'électricité offrent une occasion d'arbitrage de stockage qui pourrait entraîner des périodes de recouvrement de l'investissement de moins de cinq ans, et ce, même sans paiements de capacité ni incitatifs gouvernementaux.

Il est encore très tôt dans le déploiement du stockage, et la chaîne d'approvisionnement dépend, pour l'instant, pratiquement entièrement de la Chine. Néanmoins, un avenir reposant entièrement sur les énergies renouvelables n'est possible qu'au prix d'investissements massifs dans une combinaison de systèmes de stockage et de réseaux de transport d'électricité. La vulnérabilité économique qui en découle devra d'abord être acceptée, puis progressivement réduite grâce à une capacité industrielle locale croissante — et plus coûteuse. Parallèlement, après plusieurs années d'inflation généralisée et une crise énergétique globale, la sensibilisation à l'inflation des coûts de l'électricité refait surface.

Bien que les enjeux d'abordabilité aient été largement reconnus, les projets dont j'ai entendu parler ne laissent guère entrevoir de solution à court terme. E.ON demande des rendements des capitaux propres considérablement plus élevés (8 % contre les niveaux actuels de 5,7 %) lors de son prochain examen réglementaire, s'approchant des niveaux plus élevés dont bénéficient les services publics au Royaume-Uni et aux États-Unis, afin d'ainsi attirer les capitaux nécessaires pour ses ambitieux projets de transformation et d'expansion de réseaux.

Le défi que pose la hausse constante des besoins en électricité, conjuguée à l'augmentation des coûts et à la diminution de l'abordabilité, varie en intensité, mais demeure commun à l'ensemble du monde occidental.

Des discussions difficiles devront avoir lieu quant à la répartition du fardeau entre les exploitants de services publics, les consommateurs et les gouvernements. De façon générale, nous croyons que les entreprises de services publics européennes sont mieux placées pour ces négociations ardues, car elles n'ont pas, par le passé, généré de rendements excessifs, contrairement à leurs homologues du Royaume-Uni et des États-Unis, qui bénéficient de rendements réglementés élevés – comme ceux auxquels E.ON aspire.

Que la transition énergétique soit achevée ou non, les investissements dans la nouvelle production d'énergie et dans l'amélioration des réseaux ne semblent pas facultatifs pour répondre aux besoins de la société, alors que l'électricité devient de plus en plus essentielle au quotidien des gens et qu'une part croissante de l'industrie cherche à convertir ses besoins énergétiques vers l'électricité. Ce qui semble toutefois plus facultatif, (et qui exerce actuellement une pression inutile sur une situation déjà tendue), c'est le rythme effréné des investissements dans l'intelligence artificielle (IA) et les centres de données énergivores.

Fait peu surprenant, compte tenu du boom d'investissement sans précédent des dernières années, l'IA était un sujet de conversation fréquent. Les entreprises que j'ai rencontrées étaient, dans bien des cas, enthousiastes à propos des besoins en énergie et en systèmes de refroidissement liés à cette incroyable explosion de la demande, par exemple, Siemens Energy, Siemens et Infineon en Allemagne, ainsi qu'ABB, Belimo et Accelleron en Suisse. Elles ont également souligné que la course sans fin pour construire des centres de données menait à des choix sous-optimaux en matière de systèmes énergétiques, comme celui d'opter pour de multiples petites turbines à gaz au lieu d'une turbine plus grande et efficace, uniquement en raison de leur disponibilité.

Bien que les entreprises que j'ai rencontrées vantaient presque universellement la façon dont l'IA pourrait transformer leurs activités et leurs gammes de produits, dans la plupart des cas, leurs propositions reflétaient davantage une évolution naturelle des technologies de l'information déjà en place avant l'engouement actuel pour l'IA. En voici quelques exemples : une meilleure planification de

l'approvisionnement ou de la logistique, des modules de communication et la conduite autonome dans les voitures, ainsi que des applications de précision basées sur des capteurs en agriculture. Pourtant, alors que les centres de données se multiplient à raison de plusieurs gigawatts, ils semblent moins adaptés pour de telles améliorations industrielles et davantage destinés à servir l'économie du savoir, et, surtout, à produire plus de contenu numérique pour un monde qui semble déjà s'y noyer.

Pendant mon séjour en Europe, OpenAI, propriétaire de ChatGPT, faisait des annonces presque quotidiennes. L'une d'elles a particulièrement retenu l'attention : un ambitieux projet visant 250 GW de nouveaux centres de données, soit l'équivalent d'environ le quart de la consommation d'électricité des États-Unis. L'objectif de ces centres de données serait de soutenir de « grands modèles de vision » capables d'interpréter des données vidéo nécessitant une puissance de calcul considérable et une « intelligence artificielle générale ». Bien qu'il ne s'agisse pas d'un enjeu exclusivement européen, mes visites et rencontres sur place ont renforcé notre conviction que le secteur des entreprises se laisse emporter par le battage médiatique autour de l'IA, sans prendre suffisamment au sérieux les graves conséquences sur l'inflation et la fragilité des systèmes énergétiques.

La situation du secteur industriel

Bien que les marchés finaux discutés lors de mes réunions couvraient une grande variété de clients, de produits et de régions géographiques, le thème le plus fréquemment évoqué était celui de l'incertitude. La période de la pandémie, avec ses turbulences et ses perturbations sans précédent des chaînes d'approvisionnement, ne s'est, dans bien des cas, pas entièrement normalisée. Dans certains secteurs, les stocks comme l'équipement agricole ou les semi-conducteurs de puissance industrielle sont encore estimés supérieurs à la normale, bien que personne ne sache vraiment à quoi ressemble la « normale ».

Les entreprises recherchent un nouveau levier de croissance pour stimuler la demande industrielle générale, au-delà de l'équipement de stockage d'électricité et de réseautage mentionné ci-dessus, mais la plupart étaient à court d'idées, pointant vers des industries faisant déjà face à la

surproductivité en Chine, comme celles du solaire et des véhicules électriques. Entre-temps, la demande des consommateurs finaux semble fragile dans la plupart des marchés, l'inégalité et l'inflation réduisant la capacité et la volonté des consommateurs de dépenser.

Comme il est difficile de trouver de nouveaux moteurs de croissance industrielle, les zones régionales de relative solidité, telles qu'elles sont définies par les équipes de gestion, semblent également évoluer assez rapidement, avec peu de certitude quant à des tendances durables. La stabilisation en Chine, reconnue par les entreprises plus tôt dans l'année, paraissait désormais un peu plus fragile, après le déstockage et le fait que le gouvernement s'était concentré sur la réduction de la surcapacité industrielle. L'Europe, longtemps la région la plus faible durant la pandémie, a maintenu une certaine stabilité à un niveau relativement bas, même si de nouveaux investissements industriels et de défense en Allemagne ravivaient l'espoir. Pendant ce temps, des signes indiquaient qu'en Amérique, longtemps présentée comme la région globalement la plus solide sur le plan économique, la demande avait en réalité nettement fléchi. Le producteur de produits chimiques spécialisés Evonik a noté une baisse du niveau de gamme et une réduction générale de la demande pour les produits de consommation courante, comme les détergents à lessive, tandis que le fabricant de systèmes de freinage Knorr-Bremse a constaté une diminution des volumes de fret sur les réseaux ferroviaires et de camionnage américains.

Un irritant supplémentaire évident lié au manque de visibilité dont j'ai entendu parler concerne la situation tarifaire et la propension du président Trump à modifier fréquemment les règles depuis le début de son deuxième mandat. La plupart des entreprises avec lesquelles je me suis entretenu apportaient des ajustements à court terme lorsque c'était possible, mais elles hésitaient à effectuer les importants investissements que Trump s'attend à voir découler de ses politiques. Les investissements exigent trop de temps et comportent trop peu de certitude, et les coûts élevés aux États-Unis, combinés au manque de main-d'œuvre qualifiée, rendent souvent les projets économiquement irréalisables. Le recycleur de poussière d'acier Befesa, qui construit de grandes installations industrielles pour le traitement des

déchets des fours électriques à arc dans la fabrication d'acier à partir de ferraille, a notamment souligné le coût des équipements et des ingénieurs.

En ce qui concerne le transfert des coûts tarifaires dans les prix, les entreprises plus axées sur les consommateurs, comme BMW, évaluaient jusqu'à quel point le marché pouvait absorber une hausse des prix. Cependant, la plupart des entreprises industrielles, des entreprises axées sur le commerce interentreprises et des producteurs de produits marchandisés avaient déjà transféré, ou prévoient transférer, la majorité de ces coûts aux importateurs, puisque la capacité excédentaire nécessaire pour répondre à la demande sans droits de douane n'existait pas aux États-Unis.

Même si l'incertitude entourant la demande finale et les conditions géopolitiques demeuraient un thème récurrent, mes rencontres ont confirmé que les stocks excessifs accumulés après la pandémie avaient été grandement réduits, même s'il n'était pas toujours possible d'en établir le niveau plancher de façon définitive. Comme mentionné dans l'introduction, plusieurs entreprises industrielles européennes affichent des valorisations attrayantes, et même une simple stabilisation sans nouvelle réduction des stocks pourrait entraîner un rendement positif du cours de leurs actions. Par exemple, Infineon, fabricant de semi-conducteurs de puissance que Greenchip détient, devrait renouer avec la croissance au cours de son exercice financier actuel, après deux années de déclin. L'entreprise affiche de meilleures marges que lors des creux précédents de la demande, et ses flux de trésorerie et ses ratios cours/bénéfice sont inférieurs à 10 et 20x, respectivement.

Tournée en Suisse

J'ai parcouru une partie relativement petite de la région de Zurich, qui représente néanmoins une part assez importante de la zone densément peuplée de la Suisse. Ce pays entièrement montagneux ne compte que neuf millions d'habitants, mais il a connu un succès économique remarquable, regroupant des chefs de file mondiaux dans les secteurs des services financiers, des produits pharmaceutiques, des biens de luxe, de l'alimentation et des boissons, ainsi que de l'industrie manufacturière. J'ai visité bon nombre d'entreprises de ce dernier secteur.

En conduisant dans cette partie du pays, il était difficile de ne pas être impressionné – comme c’est le cas dans une bonne partie de l’Europe centrale – par l’harmonie entre les différents usages du territoire : l’agriculture, le résidentiel, le commercial, le manufacturier et l’infrastructure. La rareté des terres et une longue période de stabilité politique ont favorisé un aménagement patient et rigoureux du territoire. J’ai vu très peu de ces immenses entrepôts ou centres de données si familiers dans les banlieues de Toronto ou d’autres régions nord-américaines.

Le succès économique disproportionné du pays, combiné aux vendettas politiques qui ont souvent motivé les politiques de Trump (dans ce cas-ci, une réaction à la fermeté de la ministre Karin Keller-Sutter lors des négociations), a fait de la Suisse, pour l’instant, un cas particulier en matière de droits de douane, soumise à un taux de 39 %, contre 15 % pour le reste du continent. Le fait que de nombreuses entreprises que j’ai rencontrées disposent d’installations de production locales, avec un niveau d’emploi local relativement élevé, et qu’elles soient capables de répercuter le coût des droits de douane à leurs clients témoigne du caractère unique et de la solidité à valeur ajoutée des entreprises industrielles suisses.

J’ai pu constater ces emplois locaux dans des usines fabriquant des turbocompresseurs (rattachés à des turbines à gaz ou à des moteurs) chez Accelleron, ainsi que des valves et des actionneurs pour les systèmes de refroidissement chez Belimo. Cette dernière faisait justement l’objet de nombreuses questions de la part des investisseurs au moment de ma visite, puisque Microsoft venait tout juste d’annoncer qu’elle prévoyait développer son propre système de refroidissement liquide destiné à ses nouvelles puces d’IA (un refroidissement microscopique à l’intérieur même des puces, plutôt que dans des conduits). Les intentions de Microsoft marquent un changement de paradigme

en matière de valeur que le marché ne saisit peut-être pas encore pleinement : l’un des géants de l’avenir numérique et de la valeur ajoutée connexe ressent désormais le besoin d’investir dans la recherche et le développement pour répondre à des enjeux très concrets liés à l’énergie et au refroidissement.

Les réalisations industrielles de la Suisse se manifestent par d’impressionnants regroupements industriels dans de petites villes, comme Baden, où se trouve le siège social d’Accelleron, qui a été scindée du conglomérat électrique et industriel ABB. De l’autre côté de la rue du siège social d’Accelleron se trouvent aussi les installations de Hitachi, d’Ansaldo et d’une autre division d’ABB : toutes, sauf Accelleron, ont été ou sont actuellement détenues par le fonds Greenchip.

ABB n’est pas la seule entreprise suisse à s’être restructurée et à continuer de le faire. Les plans de réorganisation de deux autres sociétés que j’ai visitées illustrent bien l’époque actuelle, reflétant l’écart de valorisation disproportionné entre les États-Unis et le reste du monde. Le fabricant de ciment Holcim a récemment scindé sa division américaine (caractérisée par une intensité carbone beaucoup plus élevée), principalement pour profiter d’une meilleure valorisation sur le marché américain, mais aussi pour dégager la société mère suisse de ses obligations environnementales. De son côté, Landis+Gyr, une entreprise spécialisée dans les compteurs électriques et les systèmes de données pour services publics, a cédé ses opérations européennes durant ma visite et prévoit transférer son inscription boursière de la Suisse vers une bourse américaine, tout en demeurant domiciliée en Suisse. Comme pour Holcim, l’attrait des valorisations plus élevées en Amérique pousse des entreprises à prendre des décisions stratégiques majeures.

Conclusion

Mon voyage en Europe centrale a offert de bons exemples expliquant à la fois pourquoi notre stratégie demeure fortement exposé au continent européen et quels sont les risques croissants auxquels font face les entreprises dans lesquelles nous investissons.

Le leadership en matière de fabrication avancée, encore fondé sur des écosystèmes d'emploi locaux solides – allant des programmes d'apprentissage en usine à la formation en STIM (sciences, technologie, ingénierie et mathématiques) dans la recherche et le développement – est inspirant d'un point de vue canadien. Les biens d'équipement de haute qualité et à forte valeur ajoutée produits par les entreprises que j'ai visitées parviennent toujours à rivaliser avec la production de masse chinoise et les tentatives américaines d'imposer des droits de douane ou de rapatrier la production. De plus, les sociétés de services publics ont jusqu'ici réussi à gérer une transition spectaculaire dans le secteur de l'électricité, combinée à une crise énergétique provoquée par les sanctions, sans compromettre le contrat social qui les lie à leurs clients et aux organismes de réglementation.

Même si les entreprises européennes ont su composer admirablement avec ces menaces jusqu'à présent, cela ne signifie pas que la bataille est gagnée; ces défis continueront de croître et de pousser nos entreprises (et les pays où elles ont leur siège social) à s'adapter.

La concurrence chinoise continuera d'améliorer la qualité et la sophistication. Les structures de coûts européennes continueront de subir une pression à la hausse en raison des coûts de l'énergie et de la main-d'œuvre. La transition énergétique – et les réseaux électriques en particulier – deviendra plus difficile à gérer étant donné la croissance des énergies renouvelables. D'ailleurs, les tensions politiques, venant en grande partie de leur « allié » américain, semblent appelées à se poursuivre, voire à s'intensifier, qu'il s'agisse d'une exposition directe aux droits de douane ou du fait d'être pris entre les efforts constants des États-Unis pour contenir le développement et le pouvoir de la Russie et de la Chine.

Comme mentionné dans l'introduction, c'est en raison de ces défis que nous estimons que nombre d'entreprises européennes présentent une valeur intéressante en tant qu'investissements liés à la transition énergétique. Nous continuerons de rencontrer et d'échanger avec les équipes de direction afin de suivre de près la façon dont l'Europe et son secteur industriel relèveront ces défis et demeureront notre principale répartition régionale en matière d'investissement.

1. Les tarifs de rachat garantis sur l'électricité ont été introduits en Allemagne pour encourager l'utilisation de nouvelles technologies énergétiques telles que l'énergie éolienne, la biomasse, l'hydroélectricité, la géothermie et la technologie solaire photovoltaïque. Ils constituent un mécanisme de politique conçu pour accélérer l'investissement dans les technologies d'énergie renouvelable en offrant aux producteurs une rémunération (ou « tarif ») supérieure aux tarifs de détail ou pour vente en bloc de l'électricité.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les placements dans les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu du présent document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son exhaustivité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont de par leur nature assujettis entre autres à des risques, incertitudes et hypothèses pouvant donner lieu à des écarts significatifs entre les résultats réels et ceux exprimés dans les présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée aux renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu aux présentes n'est valable qu'au 30 septembre 2025. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de circonstances changeantes, d'événements futurs ou pour d'autres raisons.