



Lettre du Gestionnaire

4^{ème} Trimestre 2019

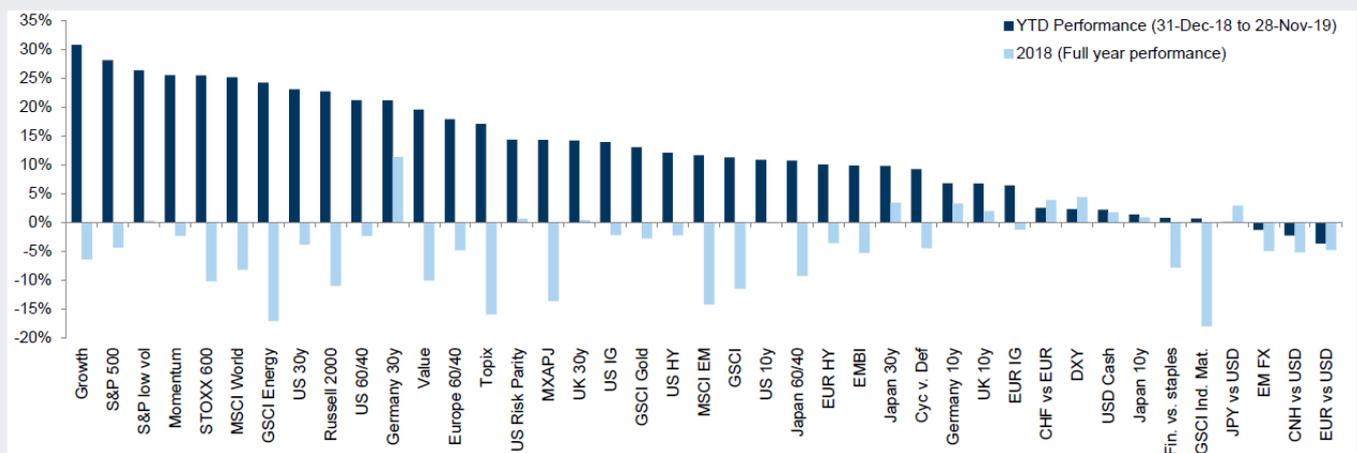


Jacques Berghmans

1. Conjoncture économique et boursière

2019 a fini par se révéler être un excellent millésime pour les marchés financiers avec des hausses plus ou moins fortes pour toutes les catégories d'actifs et une forte augmentation de l'indice américain S&P 500. Les investisseurs européens qui ont acheté des actions américaines ont obtenu un rendement encore meilleur grâce la sous-performance de l'euro par rapport au dollar américain. Même les obligations d'État à long terme, qui, à notre avis, finiront par faire perdre de l'argent aux investisseurs, ont généré des rendements positifs en 2019. Pour l'investisseur « équilibré » belge typique, qui possède un portefeuille où le risque de change n'est pas couvert, combinant des actions de grandes sociétés avec des obligations d'entreprises et des obligations d'État, l'année passée a été excellente.

Exhibit 2: Returns across assets have been strong in 2019 after a very difficult 2018

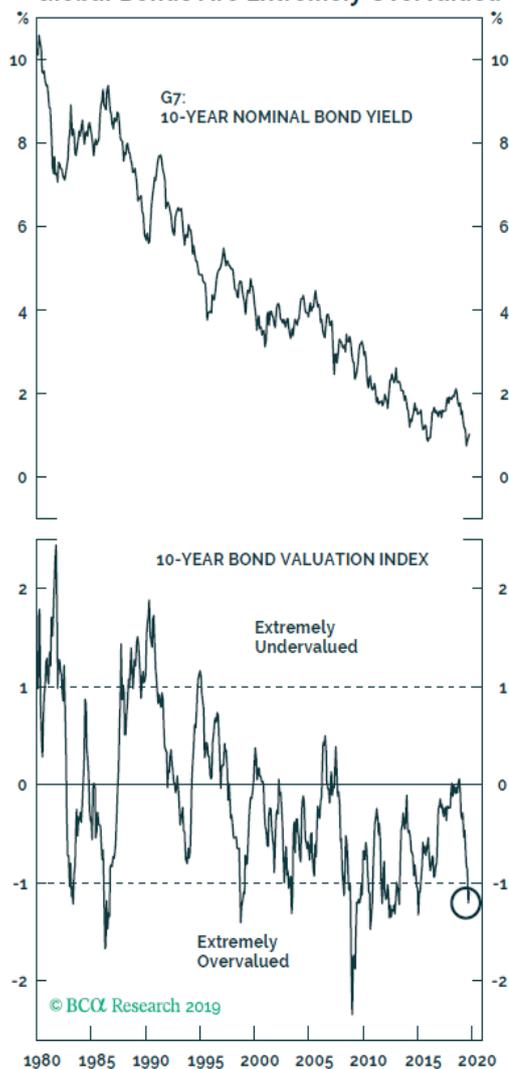


Source: Datastream, iBoxx, Goldman Sachs Global Investment Research

Cependant, nous pensons que 2020 et les années suivantes nécessiteront de la part de l'investisseur un meilleur discernement entre les catégories d'actifs pour pouvoir générer des rendements positifs. Pour nous, un des principes essentiels à retenir est que tout investissement est risqué. Il n'y a pas de catégorie d'actifs « sans risques ». Malheureusement, une idée faussée des risques perdure car la plupart des investisseurs ne pensent qu'à la volatilité

à court terme et se penchent habituellement sur les cinq dernières années, parfois sur les dix dernières années, pour évaluer ce que pourrait être la volatilité future. C'est ainsi que certains investisseurs achètent des investissements très risqués, sous prétexte qu'ils ont généré de bons rendements avec une faible volatilité dans le passé, alors qu'ils se trouvent maintenant plutôt dans une bulle.

CHART 28
Global Bonds Are Extremely Overvalued



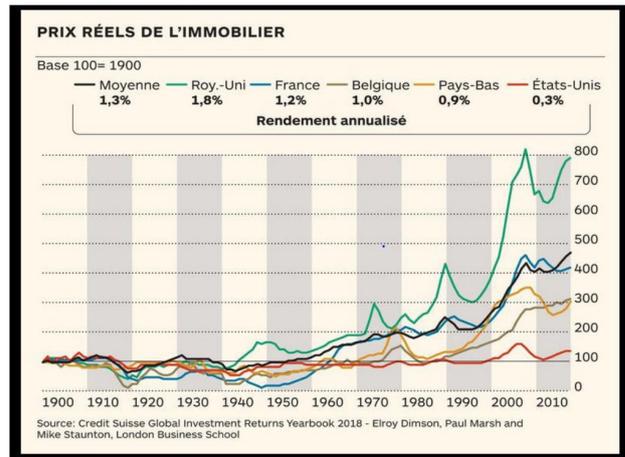
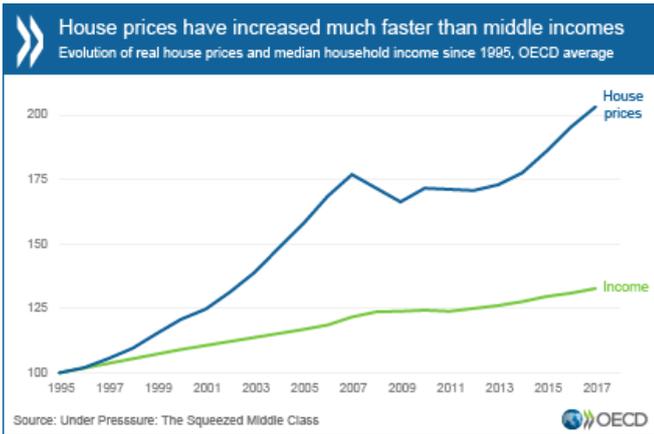
Nous pensons qu'une meilleure façon d'investir consiste à d'abord comprendre le rendement potentiel d'une catégorie d'actifs, puis à analyser son profil de risque. Il existe trois grandes catégories pour les investisseurs 'lambda' : **les biens immobiliers, les titres à revenu fixe et les actions**. Par définition, les actifs à revenu fixe (obligations, prêts, instruments du marché monétaire...) génèrent un rendement fixe pour l'investisseur, qui est absolu ou lié à un indice variable comme le LIBOR. Au cours des trois dernières décennies, et en particulier depuis la crise de 2009, le rendement de ces instruments à revenu fixe s'est effondré. La plupart des titres à revenu fixe se traite avec des rendements négatifs, nuls ou juste au-dessus de 0. Certains lecteurs pourraient objecter que les investissements obligataires ont très bien performé au cours des dernières années, ce qui est vrai mais cela est dû principalement à l'appréciation des prix et non pas aux rendements. À mesure que les taux diminuaient globalement, les investisseurs ont payé de plus en plus des titres de créance plus anciens avec des rendements plus élevés. Aujourd'hui, la plupart des instruments ne génère aucun rendement et nous sommes convaincus d'avoir atteint la fin de ce phénomène d'appréciation pluriannuelle des prix de ces titres à taux fixe. Nous pensons que le rendement potentiel pour cette catégorie d'actifs est maintenant proche de 0. Nous continuons de croire fermement que la plupart des instruments à revenu fixe devraient être évités et que le portefeuille traditionnel 60/40 actions/obligations, vendu par les institutions financières au cours des trois dernières décennies, n'est plus une solution appropriée.

« C'est une terrible erreur pour les investisseurs ayant des horizons à long terme, notamment les fonds de pension, les fondations des universités et les particuliers soucieux d'épargner, de mesurer leur 'risque' de placement en fonction de la proportion d'obligations par rapport aux actions de leur portefeuille. » WARREN BUFFETT

En matière d'immobilier, nous ne sommes pas des experts et l'analyse du sujet dépasse le cadre de cette lettre. Néanmoins, nous pensons important de souligner que la plupart des ménages belges sont surinvestis dans l'immobilier belge. De plus, cette catégorie d'actifs reste hautement illiquide, elle génère des coûts de transaction importants et n'est pas diversifiée lorsque les investisseurs achètent des immeubles plutôt que des parts de fonds d'investissement immobiliers. À l'instar des placements à revenu fixe, la source de rendement provient de l'appréciation des prix et des rendements locatifs. L'Europe et la Belgique en particulier ont connu une augmentation significative des prix de l'immobilier au cours des dernières années, bien supérieure à l'augmentation du revenu des ménages, rendue possible par la baisse des coûts de financement.

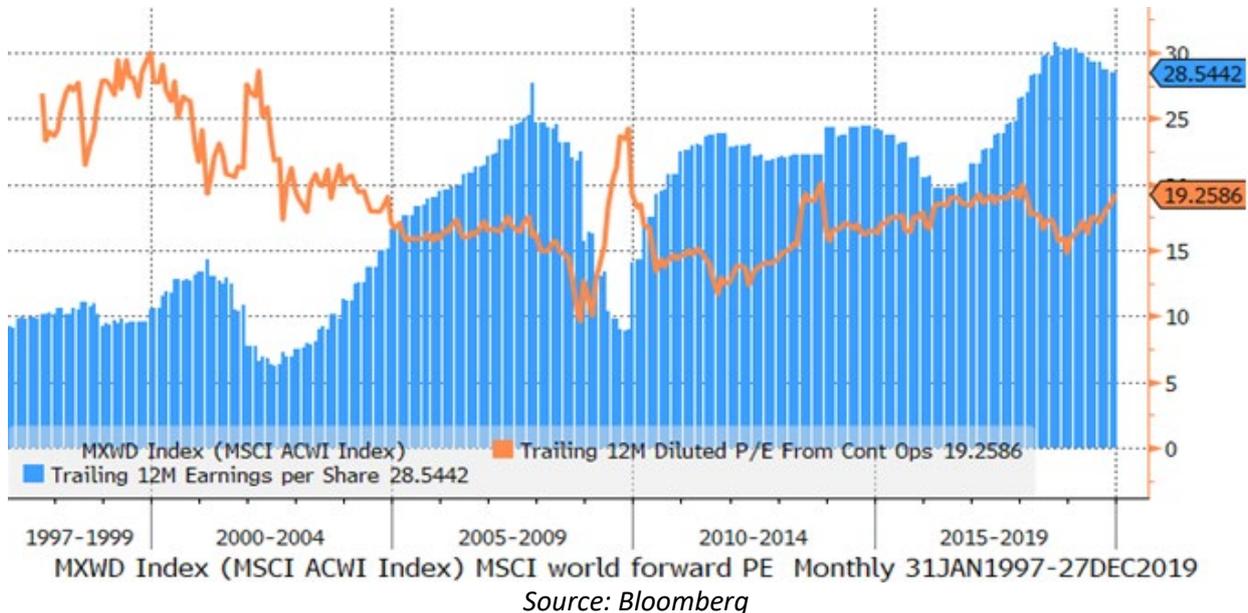
Lettre du Gestionnaire – 4T19

Jacques Berghmans



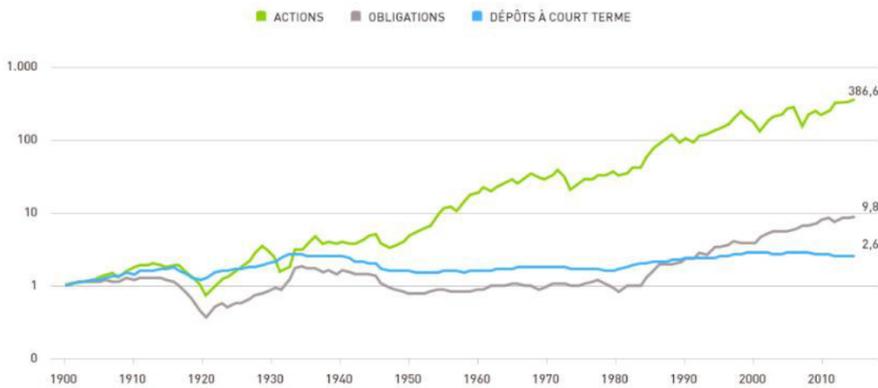
À ce jour, les taux hypothécaires sont très probablement près de leur niveau le plus bas, ce qui rend peu probable une appréciation prochaine des prix, et la plus grande partie du rendement provient dès lors des rendements locatifs nets. Les loyers ont tendance à augmenter en fonction de l'inflation et, par conséquent, à protéger le capital, mais nous recommandons tout de même de faire preuve de prudence et de garder à l'esprit que la forte hausse des prix de l'immobilier est très probablement derrière nous.

Maintenant, qu'en est-il des **placements en actions** et, en particulier, du **marché boursier mondial**, que nous continuons de considérer comme une catégorie d'actifs très intéressante pour l'investisseur à long terme ? Une première observation est que le marché boursier mondial se négocie en ligne avec les multiples de valorisation historiques qui tendent à varier entre 12x et 30x (ligne orange sur le graphique ci-dessous).



La deuxième observation importante est que le bénéfice par action, généré par les entreprises a tendance à croître relativement régulièrement sur de longues périodes, en raison de la croissance économique, de l'inflation et du rachat d'actions. Paul Marsh dans son étude à long terme sur les prix des actifs a observé que sur une période de cent vingt ans, les actions ont généré un rendement annuel nominal de 8,2% et un rendement réel (après l'inflation) de plus de 5%, soit bien mieux que toute autre classe d'actifs dans le monde.

Lettre du Gestionnaire – 4T19 Jacques Berghmans

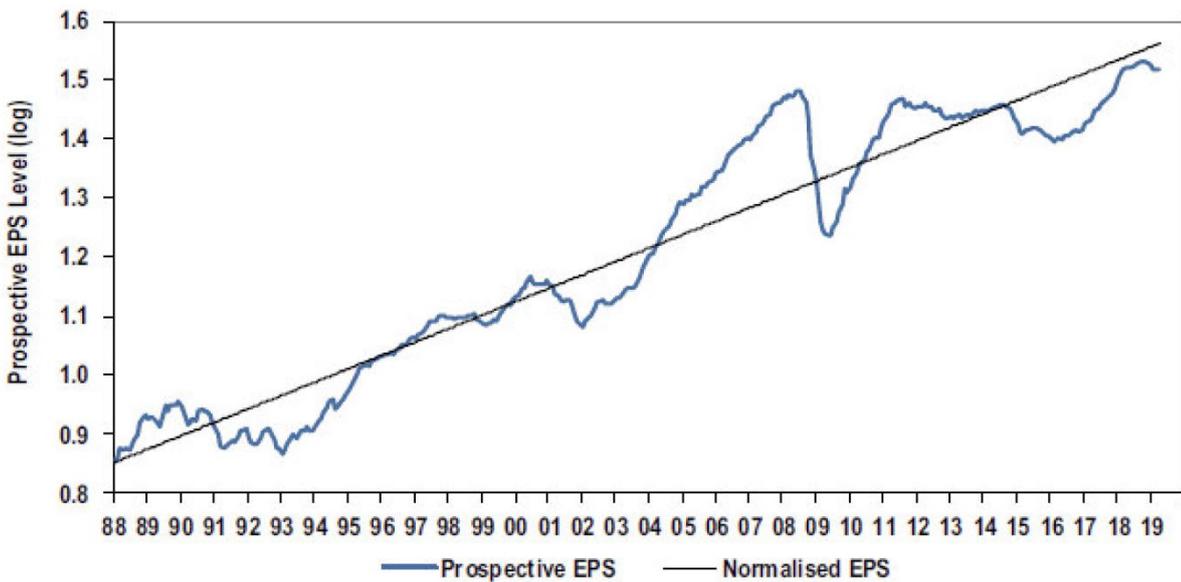


Performance annualisée (avant inflation)	
Actions	8,2%
Obligations	4,9%
Dépôts à court terme	3,7%

Performance annualisée (après inflation)	
Actions	5,2%
Obligations	2,0%
Dépôts à court terme	0,8%

© 2018 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton

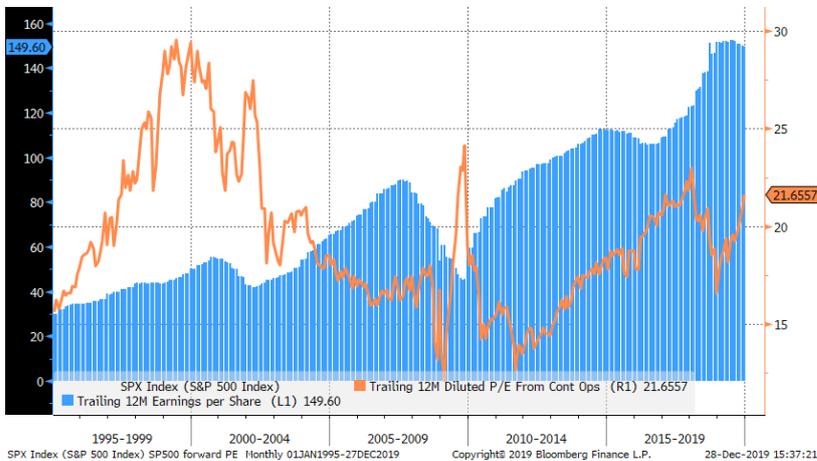
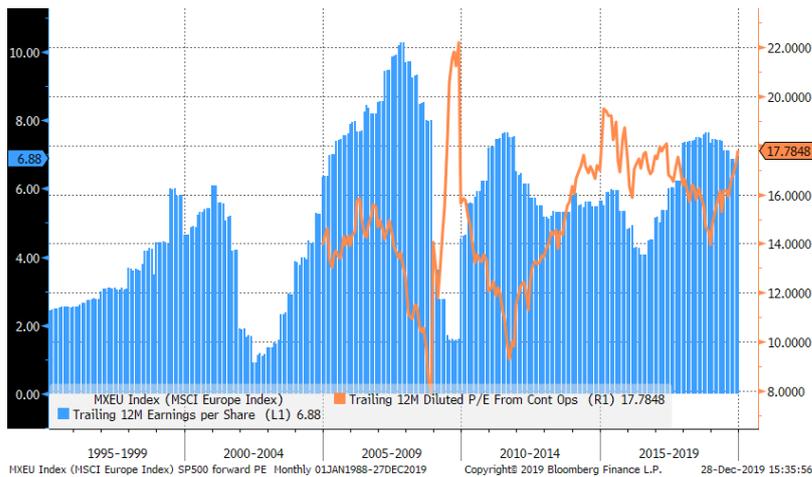
Source: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018, Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press 2002.
Les performances passées ne préjugent en aucune manière des performances futures.



Source: BofA Merrill Lynch Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES
Données à titre illustratif uniquement. Les comportements de marché passés ne préjugent en aucune manière de leurs comportements futurs.

Lettre du Gestionnaire – 4T19

Jacques Berghmans



Source Bloomberg

Maintenant, la raison pour laquelle nous recommandons d'investir dans le **marché boursier mondial** et non régionalement est que certaines régions du monde peuvent sous-performer durablement, le Japon par exemple ou le TOPIX a atteint son plus haut historique en 1988, un niveau jamais atteint depuis lors. Le monde a tendance à progresser de façon relativement homogène au fil du temps, mais la majeure partie de la croissance provient généralement de quelques régions et entreprises. Le plus grand contraste depuis la crise financière de 2009 est la surperformance des marchés américains, tant au niveau des bénéfices que des performances par rapport aux marchés européens. Comme on peut le voir sur les graphiques de gauche, le S&P 500 n'est pas beaucoup plus cher que le MSCI Europe (ratio prix/bénéfice moyen : 22x par rapport à 18x pour le marché européen) mais le bénéfice par action est supérieur de plus de 50% à celui de 2009 aux Etats-Unis alors qu'en Europe, le bénéfice par action est inférieur de plus de 30% à celui de 2009 ! Malgré le fait que la crise a commencé aux Etats-Unis, cette région a été beaucoup plus rapide à réformer son système financier et finalement à sortir de la récession.

En Europe, la crise a cristallisé certains problèmes structurels de longue date, comme le surendettement des gouvernements d'Europe du Sud et le manque de compétitivité. En fin de compte, le continent finira par s'en sortir, mais pour les investisseurs européens, nous pouvons déjà parler d'une décennie perdue.

Un dernier vœu que nous aimerions faire pour les prochaines années est l'arrêt du 'market timing' ou des prédictions des mouvements à court terme du marché, qui, dans la plupart des cas, conduit à la destruction de la valeur pour l'investisseur final. Dans une récente étude intitulée « Mind the Gap », Morningstar calcule le rendement moyen obtenu par les investisseurs par rapport à ce que la catégorie d'actifs a réalisé. La bonne nouvelle est que l'écart a eu tendance à se rétrécir avec le temps, la mauvaise est que l'Europe se classe parmi les plus mauvais et pire encore, l'écart a tendance à beaucoup se creuser en temps de crise comme en 2009. Fondamentalement, l'étude confirme ce que nous avons observé empiriquement : les investisseurs ont tendance à paniquer quand ils voient les pertes augmenter et donc rater la majeure partie d'un retournement positif des performances. L'étude observe également que dans des pays comme le Royaume-Uni et l'Australie, où la plupart des investisseurs utilisent des plans d'investissement mensuels automatiques indépendamment des mouvements et des nouvelles du marché, il n'y a pas de tels écarts.

En conclusion, n'essayez pas de jouer les marchés, ne paniquez pas dans des périodes difficiles, mais également n'investissez pas au-delà de vos moyens (garder l'équivalent de quelques années de dépenses à la banque reste toujours prudent) et enfin, évitez d'investir dans des titres à revenu fixe avec un rendement nul. Pour en savoir plus

sur les risques liés à l'investissement en bourse, consultez notre article « 8 règles d'or pour investir en bourse »¹ et « 5 façons de réduire les risques lors de l'investissement »². L'équipe TreeTop vous adresse ses meilleurs vœux pour 2020 et au-delà et reste disponible pour répondre à vos éventuelles questions.

2. Nos convictions

Après une année 2018 difficile pour notre stratégie, cette année a été bien meilleure, mais probablement pas autant que nous l'aurions souhaité. Un certain nombre de nos positions historiques a généré d'excellents résultats, les principaux étant **IWG** (leader mondial dans les bureaux partagés et propriétaire des marques SPACES & REGUS), **VIPSHOP HOLDING** (principal site de commerce électronique discount pour les vêtements en Chine), **ASSTEAD** (leader dans la location d'équipement industriel aux États-Unis) et **NORWEGIAN FINANS** (banque spécialisée dans les prêts à la consommation dans les pays nordiques). Cependant, une action **INDIABULLS HOUSING FINANCE** (fournisseur de prêts hypothécaires en Inde) a considérablement nuit à notre performance globale, en raison d'une crise inattendue de l'immobilier en Inde, qui a fini par entraîner la chute de tout le secteur, puis de toute l'économie indienne.

Nous avons consacré notre précédente lettre à expliquer pourquoi nous continuons de croire que l'Inde est une économie et un marché boursier très intéressants pour l'investisseur à long terme et pourquoi nous restons confiants dans le potentiel à long terme d'**INDIABULLS HOUSING FINANCE**³. Au cours des trois derniers mois, la plupart des obligations émises par la société se sont stabilisées. L'action est en hausse de 73% par rapport au niveau le plus bas en octobre, ce qui semble beaucoup, mais reste encore bien loin de son pic. On peut tirer quelques leçons de ces 18 derniers mois. Premièrement, les mauvaises pratiques dans un secteur peuvent entraîner des pertes pour tous les acteurs, même les entreprises les mieux gérées. Malgré une bonne gestion, **INDIABULLS HOUSING FINANCE** a été affecté comme Goldman Sachs en 2009 par les bouleversements importants sur les marchés financiers. Deuxièmement, de bonnes réformes structurelles à long terme peuvent créer un effet domino négatif à court terme. Une partie de la crise a été causée par la volonté du gouvernement indien de mieux réglementer les promoteurs. Alors que le nouveau cadre juridique devait être positif pour le secteur à terme, la faillite de certains mauvais éléments a conduit à un gel de l'ensemble du crédit en Inde et finalement un effondrement de la plupart des développeurs, sauf les meilleurs. La principale différence entre cette crise et d'autres effondrements, comme la bulle immobilière américaine en 2009 ou la tragédie de la dette grecque, est que la demande à long terme est très saine. Les ménages indiens, contrairement aux ménages américains en 2009, ont très peu de dettes et ont grandement besoin de meilleurs logements. Le gouvernement indien, contrairement au gouvernement grec de 2012, a aussi peu de dettes et beaucoup plus de marge de manœuvre pour des mesures macroéconomiques et budgétaires. En raison des perspectives positives à long terme pour le financement immobilier en Inde ainsi que des mesures prudentes prises par les gestionnaires d'**INDIABULLS HOUSING FINANCE**, nous avons conservé cette action au cours de cette période très difficile. Comme nous l'avons vu avec des actions comme **VIPSHOP HOLDING** et **IWG**, un mauvais cours boursier peut s'inverser très rapidement tant que les éléments fondamentaux d'une entreprise demeurent solides et que le potentiel à long terme demeure intact.

IWG et **VIPSHOP HOLDING** ont vu leur performance se redresser fortement en 2019, **IWG** ayant exécuté son plan à long terme pour franchiser certaines de ses opérations, vendre les droits de franchise pour ses opérations japonaises à des multiples de valorisation beaucoup plus élevés que les attentes du marché. **VIPSHOP HOLDING** a recentré ses efforts sur son activité de discount (vêtements et cosmétiques) et externalisé la livraison urbaine pour améliorer ses marges. Tencent, la plus grande société internet chinoise et le partenaire à long terme de **VIPSHOP HOLDING**, a également augmenté sa participation récente dans la société, un signe de confiance à long terme dans l'entreprise.

¹ <https://www.treetoponline.be/fr/blog/article/8-regles-dor-pour-investir-en-bourse>

² <https://www.treetoponline.be/fr/blog/article/investir-en-bourse-5-facons-de-reduire-les-risques>

³ <https://www.treetopam.com/documents/3Q19%20Lettre%20du%20Gestionnaire%20JB.pdf>

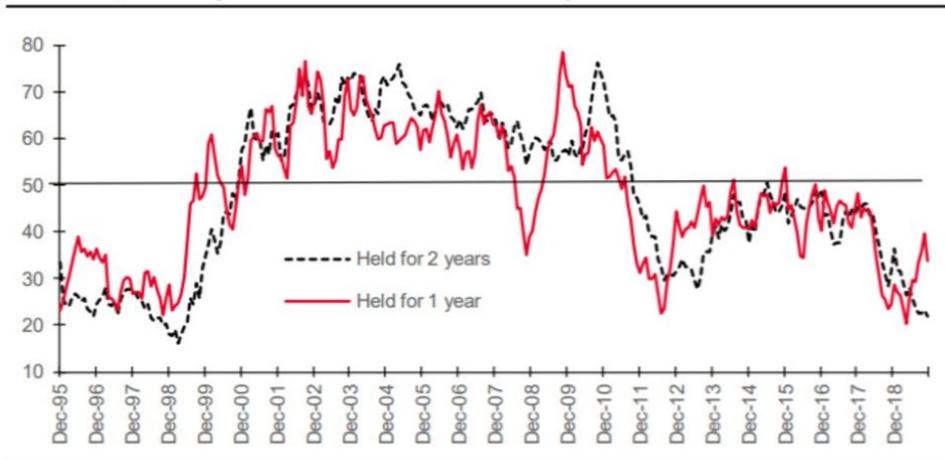
Lettre du Gestionnaire – 4T19

Jacques Berghmans

Les deux actions sont une bonne illustration de la façon dont les entreprises prospères font parfois face à des ratés temporaires conduisant à une sous-performance significative et puis à une surperformance importante quand la situation s'inverse.

Dans nos trois précédentes lettres de 2019, nous avons largement évoqué la façon dont la sous-performance des marchés émergents par rapport aux États-Unis pourrait finalement s'inverser et le grand potentiel à long terme de l'Inde et de la Chine. Nous avons eu un succès raisonnable en Chine cette année, mais l'Inde n'a pas été très positive pour nous. Nous avons également parlé de la performance des grandes entreprises américaines. Au cours des derniers jours de la décennie, nous devons admettre que nos prédictions ne se sont pas réalisées dans les temps. Le marché boursier américain a continué de surpasser tout le reste au cours des dernières semaines de décembre, stimulé par l'accord commercial de dernière minute avec la Chine. Un chroniqueur de Bloomberg a récemment analysé la performance de 16 000 actions activement traitées dans le monde entier et les a comparées à la performance de la S&P 500. Il a découvert que seulement 20% des actions ont surpassé le S&P 500 au cours des deux dernières années, soit le niveau le plus bas depuis 1995. En général la plupart des actions ont fait pire que les grandes sociétés américaines, ce qui a rendu la sélection d'actions plus difficile pour des gestionnaires actifs comme nous.

The most depressing chart ever! Percentage of global stocks out of a universe of 16,000 world stocks outperforming the S&P 500 over a one and two-year basis.



Source: SG Cross Asset Research

Nous ne pensons pas que nous tourner vers les grandes sociétés américaines à ce stade serait une bonne décision et nous restons avec les entreprises qui continuent d'offrir une excellente croissance des bénéfices, gérant des affaires de qualité avec des barrières à l'entrée élevées et qui se traitent à des niveaux de valorisation raisonnables. Les changements ont tendance à se produire brusquement en bourse et nous espérons être bien positionnés lorsque cela se produira.

Lettre du Gestionnaire – 4T19
Jacques Berghmans

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 2019

Edité par TreeTop Asset Management SA, Société de gestion d'OPCVM au sens du chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 – Siège social au 12 rue Eugène Ruppert L-2453 Luxembourg.
