

Conjoncture économique et boursière

Après une année 2022 difficile durant laquelle la plupart des actifs financiers ont enregistré des performances négatives, 2023 a bien commencé pour les places boursières mondiales grâce au rebond des valeurs technologiques américaines et à la solide performance de l’Europe, où la crise de l’énergie commençait à s’apaiser. Les emprunts d’État et de sociétés mondiaux (en jaune et en vert ci-dessous) ont poursuivi leur repli de 2022 alors que les banques centrales continuaient de relever leurs taux d’intérêt face à une inflation toujours élevée. Hélas, ce contexte positif n’a duré que quelques semaines et les marchés actions mondiaux ont commencé à se dégrader ces dernières semaines.

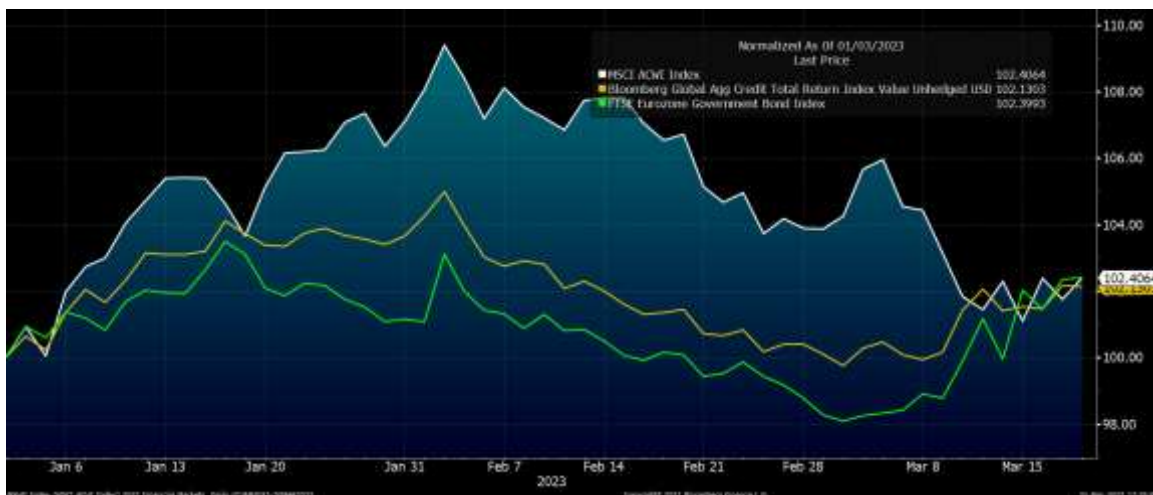


Figure 1 – Marché action mondial (MSCI ACWI en blanc), emprunts d’État (vert) et obligations d’entreprise (jaune) - Source : Bloomberg

Le récent repli des places boursières mondiales a débuté par des données pessimistes sur l’inflation et les taux d’intérêt, et s’est nettement accéléré après trois faillites bancaires aux États-Unis et les récents déboires de Crédit Suisse. Certains investisseurs se demandent désormais si nous sommes à l’aube d’une nouvelle crise financière et quelles sont les conséquences pour leurs placements. Heureusement, les trois banques américaines concernées étaient de taille relativement limitée et le gouvernement suisse a réagi rapidement pour réduire le risque de contagion de la faillite de Crédit Suisse.

Les crises bancaires sont malheureusement aussi anciennes que le capitalisme lui-même et les changements économiques rapides ont tendance à créer des problèmes. De par leur nature, les banques qui reçoivent des dépôts et les prêtent aux entreprises, aux ménages et aux gouvernements, mènent une activité risquée. Les deux risques majeurs sont l’inadéquation entre dépôts et crédits en termes de liquidité, et la qualité du portefeuille de prêts bancaires. Ces deux risques ont tendance à jouer en parallèle et la plupart des banques s’effondrent lorsque les déposants commencent à s’inquiéter du portefeuille de prêts et de la stabilité d’une banque, et s’empressent de retirer leurs dépôts. C’est exactement le scénario qui s’est déroulé dans la faillite des trois banques américaines SVB (Silicon

Valley Bank), Signature Bank et Silvergate Bank. Silicon Valley Bank avait connu une croissance massive ces dernières années, son bilan ayant gonflé de 22 milliards de dollars en 2012 à plus de 200 milliards avant sa faillite. La banque a bénéficié de la création massive de richesses dans la Silicon Valley, mais a omis de mettre en œuvre de bonnes pratiques de gestion des risques. Inondée de dépôts d'entreprises prospères et de particuliers fortunés ces dernières années, la banque avait décidé de placer son excédent de liquidités dans des emprunts d'État américains à long terme. Comme nos lecteurs le savent, nous éprouvons des réserves vis-à-vis des emprunts d'État à long terme depuis quelques années et les dirigeants de SVB ont appris à leurs dépens ce qui arrive à la valeur de ces instruments lorsque les taux d'intérêt augmentent. L'autre faiblesse majeure de la banque était sa dépendance à l'égard de grands déposants adeptes de Twitter, qui ont tous décidé de retirer leur argent en même temps dès qu'ils ont entendu parler des pertes de SVB. La banque s'est rapidement effondrée et a dû être sauvée par les autorités américaines pour éviter une nouvelle contagion financière. Les deux autres banques américaines de moindre taille, Signature Bank¹ et Silvergate Bank², ont souffert de leur exposition aux crypto-monnaies et ont au final elles aussi fait naufrage en raison de retraits massifs de la part de déposants.

La faillite de Crédit Suisse est quelque peu différente, car la société était en difficulté depuis des années et avait réduit son bilan de moitié depuis la crise financière de 2008. Autrefois fleuron de la banque suisse et mondiale, la société était devenue l'ombre d'elle-même et avait eu du mal ces dernières années à trouver un modèle économique rentable et durable. Ses problèmes n'étaient pas les mêmes que ceux des trois banques américaines susmentionnées, mais là encore la perte de confiance des déposants a induit une forte pression sur sa liquidité, poussant les autorités suisses à agir rapidement et à forcer une fusion entre Crédit Suisse et UBS. Pour l'heure, l'impact de ces faillites bancaires reste maîtrisé, mais les banques centrales, les gouvernements et les institutions financières du monde entier devront probablement poursuivre leurs efforts pour éteindre l'incendie. La difficulté pour les banquiers centraux en Europe et aux États-Unis sera de poursuivre leur lutte contre l'inflation, qui nécessite généralement une hausse des taux d'intérêt, tout en assurant la stabilité du système financier, qui peut pâtir elle aussi de la hausse des taux d'intérêt.

Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, l'inflation américaine (en vert) a dépassé son pic et semble poursuivre son repli. La baisse des prix du pétrole et du gaz devrait continuer à freiner l'inflation aux États-Unis et la récente crise bancaire régionale devrait également réduire l'activité économique et les pressions inflationnistes. L'inflation en Chine (en jaune) est proche de son plus bas historique. Le pays s'est rouvert à la fin de l'année dernière après la levée des dernières mesures de confinement liées à la COVID, ce qui devrait doper la demande globale et réduire les problèmes d'approvisionnement. Nous jugeons peu probable que l'inflation explose en Chine car, contrairement aux États-Unis et à l'Europe, les ménages chinois n'ont pas reçu beaucoup d'aide financière de la part du gouvernement et n'ont donc pas les moyens de se lancer dans de folles dépenses.



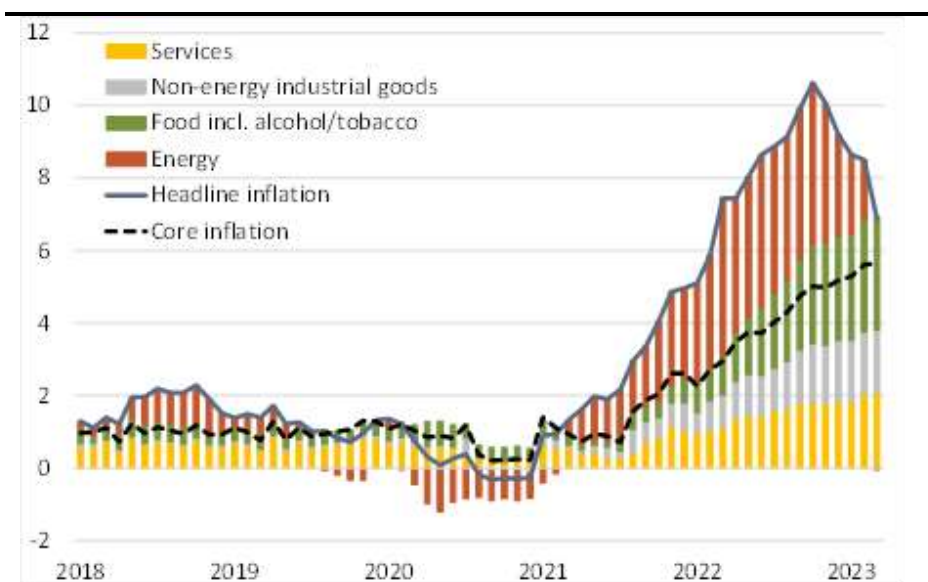
Figure 2 – Inflation aux États-Unis (vert), en Chine (jaune) et en Europe (blanc) – Source : Bloomberg

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-14/why-did-signature-bank-fail-inside-the-old-school-new-york-bank>

² <https://www.cnbc.com/2023/03/08/silvergate-shutting-down-operations-and-liquidating-bank.html>

En Europe, par contre, l'inflation (en blanc ci-dessus) a récemment dépassé les attentes. Les mouvements sociaux et l'indexation salariale semblent soutenir l'inflation sous-jacente et la situation énergétique en Europe, bien que nettement meilleure qu'il y a quelques mois, reste précaire. La hausse des prix de l'énergie en Europe (en jaune sur le graphique ci-dessous) a fortement ralenti ces dernières semaines, mais les prix du gaz restent 7 fois plus élevés qu'aux États-Unis et une vague de froid pourrait rapidement tirer les prix du gaz et de l'énergie vers le haut en Europe. Nous commençons également à observer une deuxième vague d'effets issus de la récente flambée des prix de l'énergie, principalement une hausse des prix des denrées alimentaires (en blanc ci-dessous) et des manifestations de salariés soucieux de protéger leur pouvoir d'achat. L'un des principaux problèmes est le fait que l'inflation élevée affecte particulièrement les ménages dont les revenus sont les plus faibles, sachant que l'énergie et les denrées alimentaires représentent une part plus importante de leurs dépenses. La classe ouvrière moins aisée représente également une forte proportion des employés dans les services essentiels (transport, infirmières, etc.) et se plaint à juste titre de l'érosion de son pouvoir d'achat. Les responsables politiques européens sont confrontés à une situation difficile à gérer, car ils doivent limiter la croissance des salaires tout en protégeant dans le même temps le pouvoir d'achat des ménages et la stabilité du système financier. Ces objectifs parfois contradictoires se traduiront probablement par des turbulences et par des mesures populistes comme l'accroissement de la fiscalité sur les super-profits des entreprises.

L'inversion de l'inflation sous-jacente et des prix alimentaires est plus lente que celle des prix de l'énergie



Inflation dans la zone euro (% year on year) et contribution des différentes composantes (en %) sous-jacente : hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

Figure 3 - Sources : Errostat, Berenberg

En raison de l'inflation, les banques centrales à travers le monde ont relevé leurs taux d'intérêt de façon musclée ces derniers mois, à l'exception de la Chine (en jaune ci-dessous), qui peut se permettre de voir venir. Le rendement des obligations d'État allemandes (en blanc ci-dessous) et des bons du Trésor américain à 6 mois (en vert) a fortement augmenté au cours des 18 derniers mois. Aux États-Unis, cette hausse des taux d'intérêt commence à avoir un impact important, avec un effondrement des transactions immobilières, la faillite de banques régionales et enfin un ralentissement de l'inflation. Le traitement de choc semble fonctionner et le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a indiqué dans son dernier discours que les hausses agressives des taux étaient probablement derrière nous. L'inflation européenne reste élevée et les taux demeurent plus bas en Europe qu'aux États-Unis malgré une inflation plus élevée.

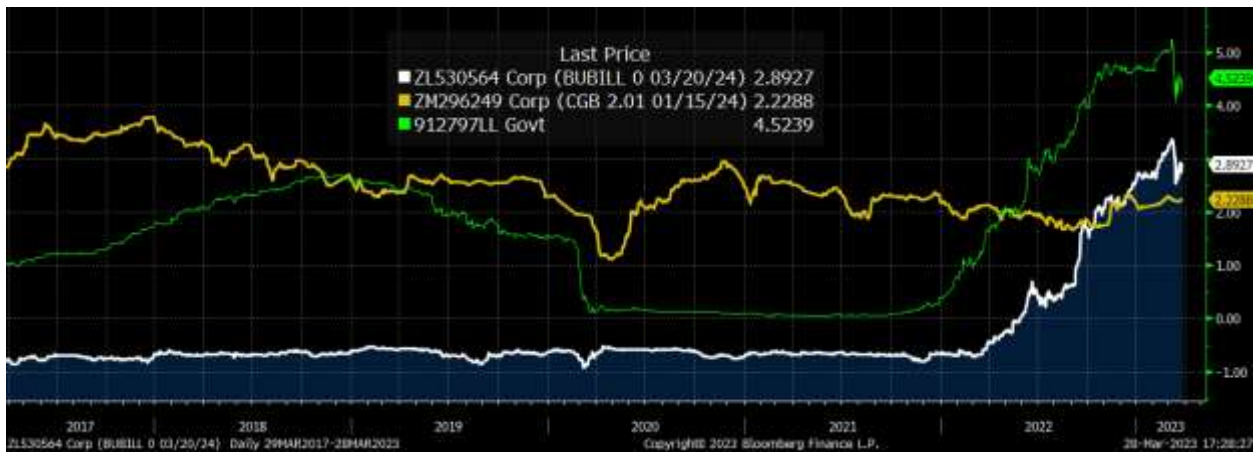


Figure 4 – Taux d'intérêt chinois (jaune) vs. rendement des emprunts d'État allemands (blanc) et des bons du Trésor américain à 6 mois (vert) – Source : Bloomberg

Pour les investisseurs en actions mondiales, le poids des sociétés financières dans les indices mondiaux est quelque peu limité³, représentant un peu plus de 10% du S&P500, contre plus de 25% pour les valeurs technologiques. Les très grandes entreprises technologiques américaines continuent d'avoir un impact significatif sur le marché, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous.

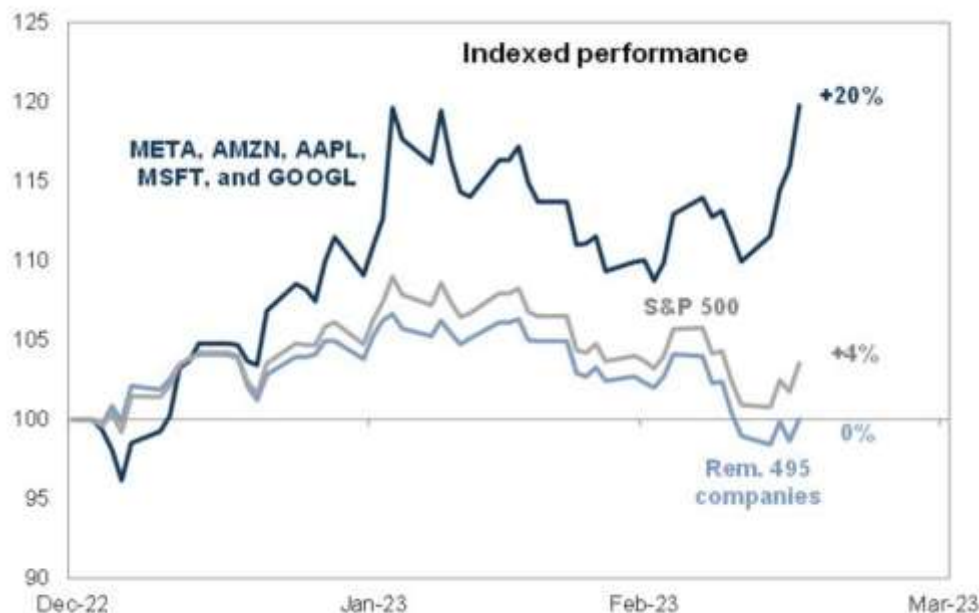


Figure 5 – Source : Goldman Sachs

La valeur des banques a également tendance à être bien inférieure à celles d'autres entreprises prospères. En France, par exemple, BNP Paribas pèse 63 milliards d'euros, contre 129 milliards pour TotalEnergies et 408 milliards pour LVMH. Le contraste est encore plus marqué en Allemagne, où Deutsche Bank pèse « seulement » 17 milliards d'euros, contre 64 milliards pour BMW. Même la banque la plus fortement valorisée au monde, à savoir JPMorgan dont la capitalisation boursière atteint 365 milliards de dollars, est éclipsée par des entreprises comme Apple et Microsoft, qui valent chacune plus de 2 000 milliards de dollars. Les banques comptent beaucoup pour l'économie mondiale, mais tant qu'elles sont en mesure de poursuivre leur activité, leur valorisation n'a pas autant d'importance pour les actions mondiales.

Bien que les indices mondiaux et les marchés actions américains aient enregistré des performances médiocres, les anticipations de croissance des bénéfices ont peu évolué ces douze derniers mois. Les analystes financiers continuent globalement de tabler sur un BPA (bénéfice par action) d'environ 220 dollars pour le S&P 500 (en orange sur le

³ <https://investingforbeginners.com/historical-sp-500-industry-weights-20-years/>

graphique ci-dessous) en 2023, 240 dollars en 2024 (en bleu) et 265 dollars en 2025 (en vert). L'essentiel de la sous-performance en 2022 s'explique dès lors par une dévalorisation du marché.



Figure 6 – BPA 2023, S&P500 – Source : Bloomberg

Le marché boursier est animé par les **bénéfices** et le **prix payé pour ces flux de bénéfices** (ratio cours/bénéfices, ou PER). La donnée « cours » peut évoluer très rapidement mais ne baisse pas indéfiniment et la performance à long terme des places boursières est essentiellement dictée par la croissance nominale des BPA. Ces cinq dernières années, nous avons observé une forte hausse des profits et, dans la mesure où les prévisions de bénéfices restent favorables pour les marchés actions mondiaux, nous ne pouvons qu'espérer des performances positives pour les investisseurs à long terme.

Nos convictions

Lorsque nous avons fondé TreeTop, après des décennies d'expérience du marché financier, notre idée était de mettre le marché boursier mondial à la portée des investisseurs belges. La raison était et reste que la plupart des investisseurs demeurent trop investis dans leur propre pays et dans des actifs qu'ils sont censés mieux connaître, comme l'immobilier belge, les actions et les obligations européennes... et pas suffisamment dans les champions mondiaux qui peuvent générer de meilleures performances et devraient en outre ne pas être corrélés avec l'économie belge. Plus que jamais, alors que l'économie en Europe et en Belgique est à la traîne, la diversification au niveau mondial nous semble judicieuse aussi bien pour les grands que pour les petits investisseurs. Le retour de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt dans le monde occidental créent un obstacle supplémentaire, car un certain nombre d'actifs financiers et même certains actifs physiques, comme l'immobilier de bureaux, deviennent bien moins attractifs.

Notre solution chez TreeTop consiste à proposer l'accès au marché boursier mondial d'abord par le biais de fonds mondiaux concentrés à forte conviction, puis via l'indice mondial et, de plus en plus désormais, par le biais de stratégies quantitatives *value*. Il y a deux ans, estimant que les valeurs de croissance mondiales commençaient à être très onéreuses, nous avons réinvesti une partie de nos actifs et de ceux de nos clients dans des stratégies d'actions *value* au travers de la stratégie dite des « Dogs of the Dow ». Cette décision a plutôt joué en notre faveur et nous a permis de limiter les dégâts au cours d'une rude année 2022. Jamais entièrement satisfaits et toujours à la recherche de meilleures solutions, nous avons récemment découvert, à travers nos analyses des marchés financiers, l'indice « S&P500 Buyback Free-cash-flow » (SPBUYFUT). Notre première observation a concerné son historique de

performance extraordinaire, ce dernier surperformant la plupart des indices importants sur un horizon de long et de moyen terme. À fin mars 2023, un investisseur qui aurait investi dans le SPBUYFUT au début de l'année 1994 aurait gagné 78 fois son investissement initial (rendement annuel de 16%) contre 14 fois pour un placement dans le S&P500 (rendement annuel de 9,7%). Sachant que bon nombre d'investisseurs ne disposent pas d'un horizon de placement de 30 ans mais tendent à investir sur 5, 10 ou 15 ans, nous avons également calculé le rendement total annuel moyen sur des périodes glissantes de cinq ans et l'avons comparé à celui de l'indice MSCI ACWI Total Return. Non seulement l'indice SPBUYFUT a fait bien mieux que l'indice mondial, mais il n'a enregistré aucune performance négative sur cinq ans, contrairement à l'indice MSCI ACWI.

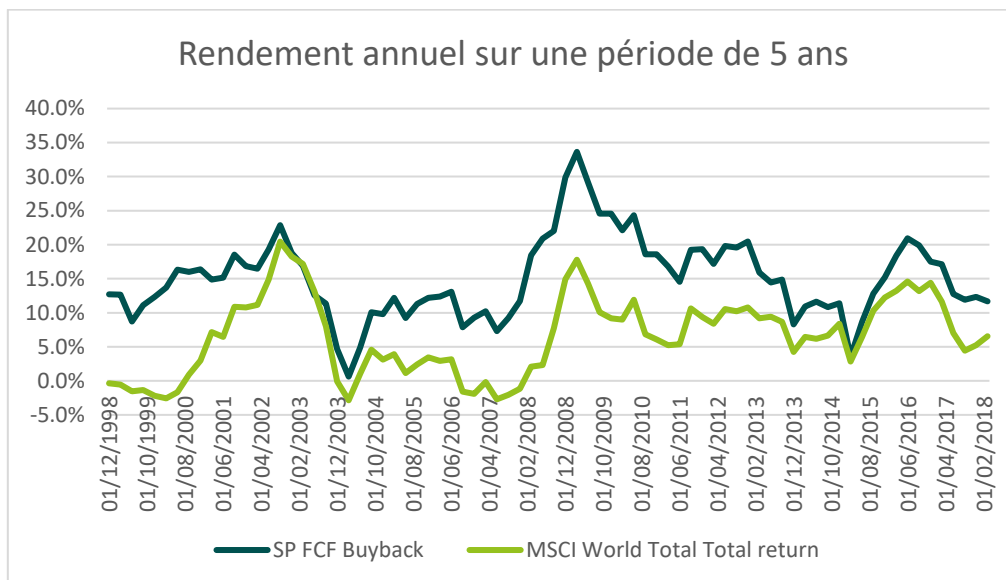


Figure 7 – Source : Bloomberg, calculs TreeTop

Selon Standard & Poor's, la société qui calcule cet indice, le S&P500 Buyback FCF « est conçu pour mesurer la performance des 30 premières actions présentant le rendement des flux de trésorerie disponibles le plus élevé parmi les 50 actions les plus liquides de l'indice S&P500 Buyback, pondérée par le rendement des flux de trésorerie disponibles ».

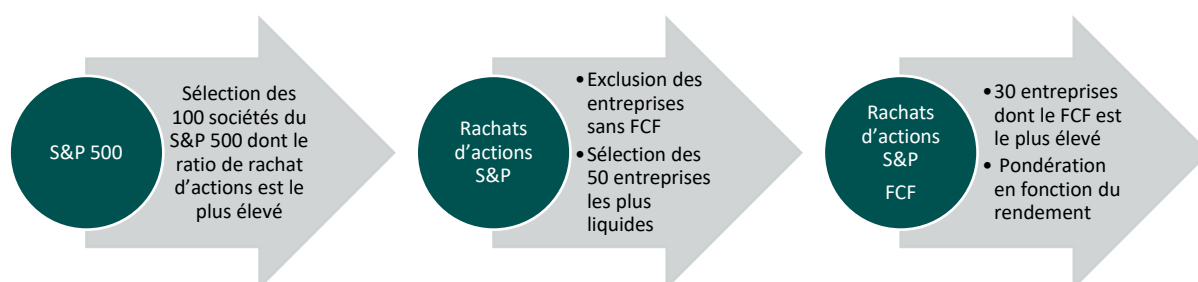
Il s'appuie sur cinq filtres, une combinaison qui, selon nous, est la principale raison de son excellente performance. La première condition est que chaque action doit appartenir au S&P500, l'un des indices les plus liquides au monde, que l'on peut résumer comme comprenant les 500 plus grandes sociétés cotées aux États-Unis, qui représentent environ 80% de la valeur totale du marché boursier américain. Ces sociétés ont tendance à être non seulement de plus grande taille, mais aussi plus solides que la moyenne des sociétés cotées. Ces grandes valeurs américaines sont en outre essentiellement gérées dans l'intérêt à long terme des actionnaires, contrairement par exemple à une grande banque chinoise ou un conglomérat japonais, car les actionnaires activistes veillent à ce que la direction agisse pour leur compte.

La deuxième restriction consiste à sélectionner les 100 titres dont le ratio de rachat d'actions est le plus élevé du S&P500. Le rachat d'actions est une décision financière prise par la direction d'une société, et autorisée par son conseil d'administration, consistant pour la société concernée à racheter ses propres actions. L'équipe de direction procède généralement à un rachat d'actions lorsqu'elle estime que l'action de la société est sous-évaluée et représente une meilleure opportunité de placement qu'investir dans la croissance ou de réaliser une acquisition. Un rachat d'actions est un indicateur intéressant, car l'équipe dirigeante connaît généralement bien mieux que quiconque la situation de l'entreprise et le moment où sa « valeur » est nettement supérieure au cours de son action.

Ensuite, un rendement des flux de trésorerie disponibles est calculé pour chacune de ces 100 sociétés et celles qui ne génèrent pas de flux de trésorerie disponible sont exclues de la liste. Les flux de trésorerie disponibles peuvent être décrits comme des « bénéfiques en trésorerie », c'est à dire les liquidités générées chaque année par une entreprise, disponibles pour les investisseurs. Sachant que la valeur d'un investissement est la somme actualisée des flux de trésorerie futurs disponibles pour l'investisseur, plus une entreprise génère des flux de trésorerie disponibles, plus sa

valeur est élevée. Le rendement correspond au prix divisé par le flux de trésorerie disponible annuel, et plus le rendement est élevé, plus faible est le prix payé pour un montant donné de flux de trésorerie disponible. Ce troisième critère est intéressant car le flux de trésorerie disponible est un indicateur important de la santé financière d'une entreprise et le rendement, tout comme le ratio cours/bénéfices, est un outil de valorisation.

Le quatrième critère consiste à retenir les 50 sociétés affichant le volume d'échange moyen quotidien le plus élevé et le cinquième critère réduit l'univers d'investissement à 30 valeurs en excluant les 20 sociétés dont le rendement des flux de trésorerie disponibles est le plus faible, essentiellement les plus onéreuses. Enfin, chaque critère est recalculé tous les trois mois et chacun des 30 investissements est pondéré en fonction de son rendement des flux de trésorerie disponibles. Les positions moins valorisées disposent d'une pondération plus importante car elles devraient normalement générer de meilleures performances⁴.



Selon nous, la combinaison de critères basés sur la taille et la liquidité réduit considérablement le risque d'accident financier. Les rachats d'actions par de petites entreprises utilisant l'effet de levier peuvent rapidement entraîner une faillite. Le critère fondé sur le rendement des flux de trésorerie disponible permet de construire un portefeuille concentré moyennant une valorisation raisonnable. Nous sommes ravis de proposer cette stratégie très prochainement via différents produits TreeTop, car nous pensons qu'elle sera un bon complément à nos stratégies globales passives et actives⁴, qui ont tendance à privilégier la croissance. N'hésitez pas à contacter notre équipe de conseillers financiers si vous avez des questions et, dans l'intervalle, nous vous adressons nos meilleurs vœux de réussite dans vos placements.

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 mars 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.

⁴ Aucune garantie de résultat ou de performance