

### Conjoncture économique et boursière

À l’heure où je rédige cette lettre d’information, nous constatons des tensions sur les marchés financiers et immobiliers mondiaux, en dépit d’une actualité économique favorable au niveau international. La plupart des indicateurs économiques restent très positifs, avec un taux d’emploi record aux États-Unis et dans la majeure partie des pays d’Europe occidentale, une bonne rentabilité des entreprises et même une baisse rapide de l’inflation. Malgré toutes ces bonnes nouvelles, la plupart des grands marchés boursiers ont baissé ces dernières semaines. Le marché américain (en vert sur le graphique ci-dessous), même s’il maintient une progression relativement importante sur l’année, a atteint un pic en juillet et reste sous pression depuis lors. Le marché européen (en bleu ci-dessous) a été globalement stable, mais n’a pas généré beaucoup de rendement jusqu’à présent et les marchés émergents (en orange ci-dessous) ont continué de sous-performer cette année.

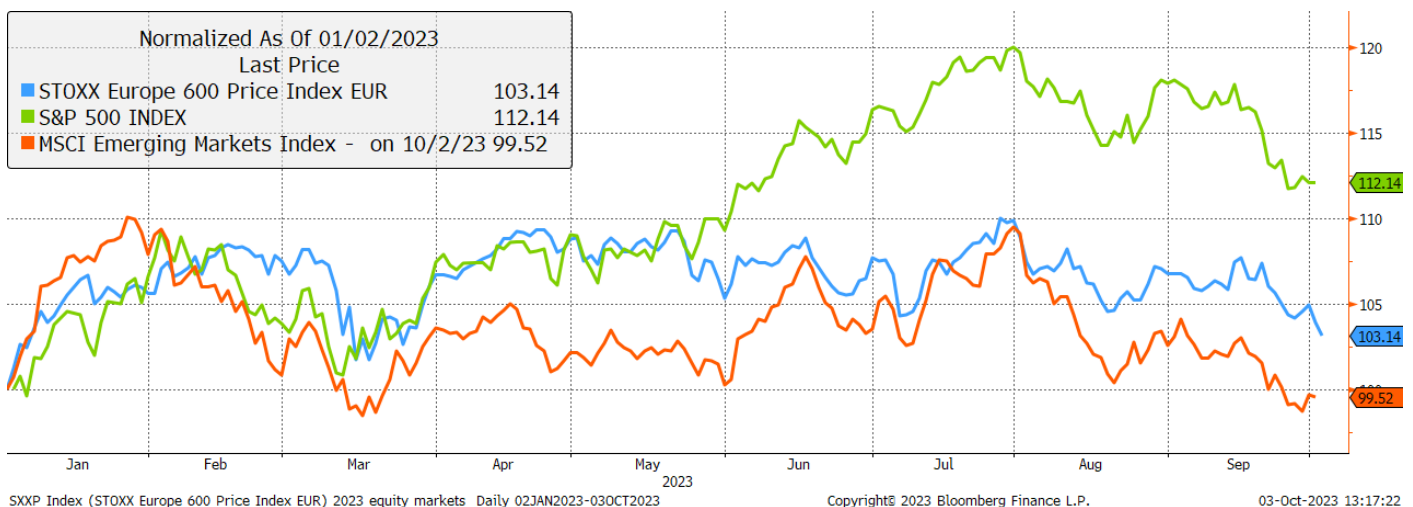


Figure 1 – Évolution des marchés actions en 2023 (États-Unis en vert, Europe en bleu et marchés émergents en orange) – Source : Bloomberg

Il y a six mois, la baisse rapide de l’inflation, les bons résultats des entreprises et l’absence de récession auraient probablement été considérés comme des signes très positifs par les marchés boursiers mondiaux. Malheureusement, c’était compter sans la hausse des taux d’intérêts. Pour comprendre la situation actuelle, il faut revenir en arrière et examiner les décisions prises par les banques centrales et les gouvernements du monde entier au cours des trois dernières années. Confrontés à des perturbations économiques et financières sans précédent au début de la pandémie de COVID, les gouvernements occidentaux ont considérablement augmenté les dépenses et les banques centrales mondiales ont réduit les taux d’intérêt à zéro et inondé le système financier de liquidités. Le remède a fonctionné et bien que l’Europe et les États-Unis aient connu une profonde récession, cette dernière a été suivie d’une reprise économique d’une rapidité inédite. Sur les marchés financiers, les analystes ont même parlé d’un « COVID boom », une formule assez ironique quand on sait que le « boom » en question est intervenu dans le contexte d’une catastrophe sanitaire mondiale. Ce « boom économique » a également créé un certain nombre de problèmes, principalement une bulle dans les marchés obligataires et immobilier, une nette détérioration des bilans publics et a

semé les graines d'une inflation plus rapide. Dans l'ensemble toutefois, la situation économique à la fin de la pandémie était précaire, mais aurait été gérable si Vladimir Poutine n'avait pas décidé d'envahir son voisin et de provoquer la pire crise énergétique en Europe depuis les années 70. Après deux ans de pandémie, les responsables politiques ont été confrontés à une crise énergétique mondiale, ont été mis face à la nécessité d'accueillir des millions de réfugiés et ont été contraints de dépenser des sommes colossales en armes pour défendre l'Ukraine. Toutes ces dépenses ont dû être réalisées dans un contexte de budgets publics très serrés et de hausse de l'inflation. Pour la première fois depuis des décennies, les gouvernements occidentaux n'ont pas pu se sortir d'une crise simplement en sortant le carnet de chèques. Ils n'ont pas non plus pu compter sur l'aide des banques centrales, qui ont commencé à relever agressivement leurs taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, le rendement des obligations d'État américaines à deux ans (en orange) est passé de 0% à la mi-2021 à 5% en seulement douze mois, inscrivant l'une des hausses les plus rapides jamais enregistrées. Cette variation rapide des taux d'intérêt a entraîné l'effondrement de quelques banques, la démission d'un Premier ministre britannique, l'explosion de la bulle des obligations d'État à long terme et a mis les nerfs des investisseurs immobiliers à rude épreuve. Pendant la plus grande partie des 18 derniers mois, la plupart des investisseurs pensaient que la récente hausse des taux d'intérêts à court terme serait temporaire, que les taux finiraient par baisser et ce faisant, feraient ainsi remonter les prix des actifs, améliorant ainsi grandement le sort des promoteurs immobiliers en difficulté et des sociétés surendettées. L'espoir d'une éventuelle baisse des taux d'intérêt était reflété dans la courbe des taux, puisque les obligations américaines à 10 ans affichent un rendement annuel inférieur à celui des obligations à 2 ans depuis mi-2022.

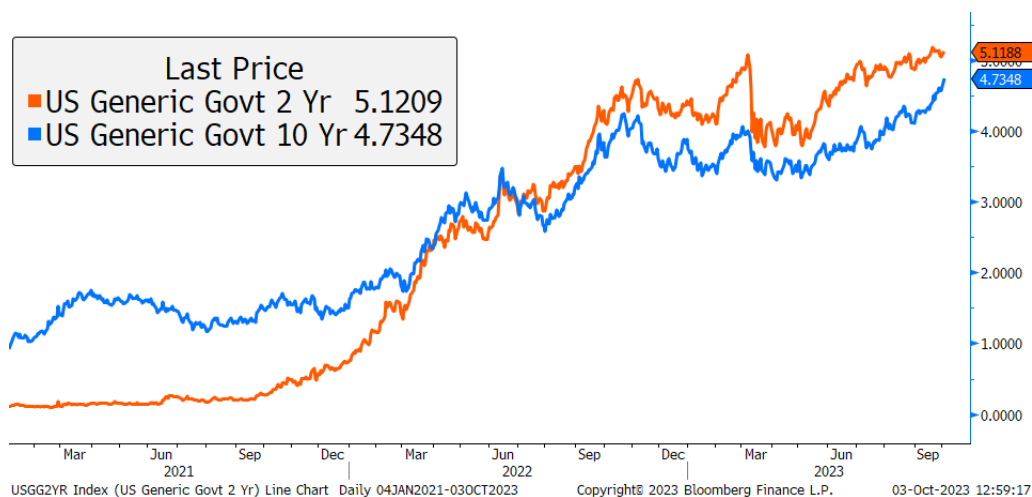


Figure 2 – Rendement des obligations d'État américaines (2 ans en orange vs. 10 ans en bleu) – Source : Bloomberg

La donne a changé au cours de l'été. En juillet 2023, la banque centrale américaine (« FED ») a annoncé une nouvelle hausse de son taux d'intérêt de 5,25% à 5,5%. Cela a entraîné une hausse des rendements des bons du Trésor à court terme, comme c'était à prévoir. Puis, à la surprise générale, les taux d'intérêt à long terme ont rapidement rattrapé les taux plus courts, comme le montre la courbe bleue. Cela signifie que les investisseurs sur le marché des bons du Trésor américain anticipent maintenant que les taux resteront plus élevés plus longtemps. Bien que la cause exacte de la hausse rapide des taux à long terme soit toujours difficile à identifier, dans la mesure où elle est dictée par le marché, la fin de l'assouplissement quantitatif, les politiques budgétaires agressives et les déficits publics importants aux États-Unis ont certainement eu un rôle important à jouer. La hausse des taux à long terme a également un impact plus profond sur l'économie, en affectant l'immobilier, le système financier et le coût du financement pour les entreprises. Les taux des prêts immobiliers aux États-Unis sont maintenant à leur plus haut niveau depuis 22 ans, ce qui déprime considérablement les transactions immobilières et beaucoup d'entreprises se refinancent à des taux d'intérêt supérieurs à deux chiffres, alors qu'elles pouvaient lever des fonds à des taux inférieurs à 10% il y a à peine deux ans.

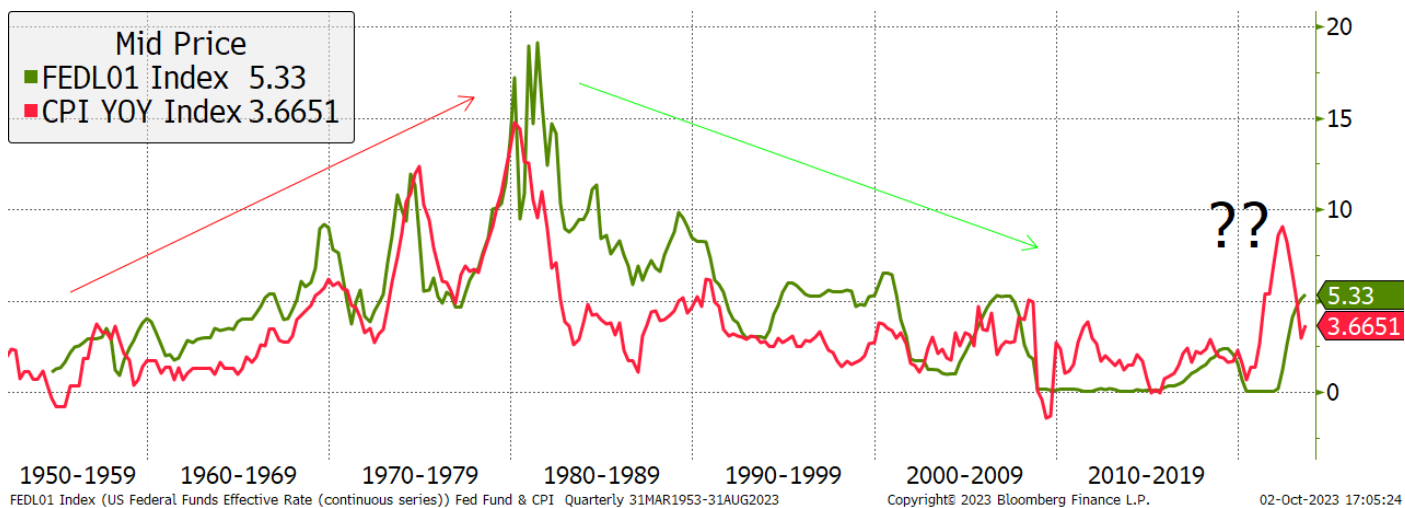
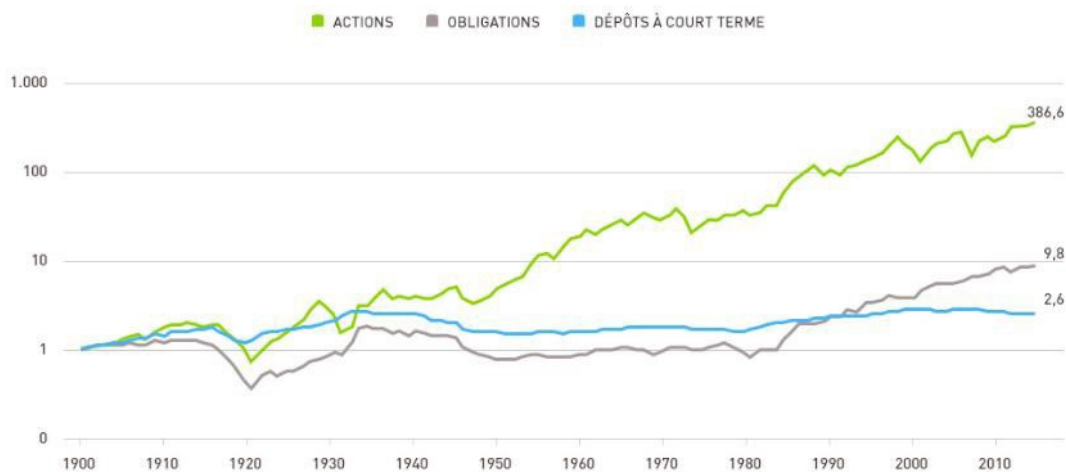


Figure 3 – Taux des fonds de la FED (en vert) par rapport à l’inflation américaine/IPC (en rouge) – Source : Bloomberg

En tant qu’investisseur, vous vous demandez sans doute ce qu’il convient de faire au sein de cet environnement en évolution rapide. Tout d’abord, il ne faut pas oublier que le **niveau actuel des taux d’intérêt n’a rien d’inhabituel. L’environnement de taux zéro des dix dernières années fait figure d’exception et il est peu probable qu’il se reproduise de sitôt.** Comme le montre le graphique ci-dessus, un rendement de 5 % (en vert), même s’il est beaucoup plus élevé qu’il y a 2 ans, est en ligne avec les moyennes à long terme aux États-Unis, où les taux ont oscillé autour de ce niveau au cours des soixante-dix dernières années, sauf pendant 15 ans dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt. L’autre facteur à prendre en compte est que **la baisse massive des taux d’intérêt entre 1982 et 2020 est très inhabituelle** (flèche verte vers le bas sur le graphique ci-dessus). Elle a donné lieu à un âge d’or de l’investissement au cours duquel les cours de la plupart des actifs ont augmenté. Une situation normale ressemble davantage à la situation décrite par le graphique ci-dessous, où les obligations (en gris) ne génèrent guère de rendements, où le dépôt en espèces (en bleu) peut être un outil intéressant pour gérer la liquidité à court terme, mais ne vous rendra jamais riche, et où la seule façon de générer des rendements positifs<sup>1</sup> après l’inflation, est d’être un investisseur à long terme sur le marché actions.



© 2018 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton

Figure 4 – Rendements réels cumulés des différentes classes d’actifs 1900-2017 – Source : Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018, Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, Triumph of the Optimists : 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press2002

Les comportements du marché observés par le passé ne sauraient préjuger des comportements futurs.

Après inflation, le marché actions mondial a généré un rendement annuel de 5,2% par an entre 1900 et 2018, le cash a enregistré un rendement de 0,8% et les obligations un rendement de 2%. Bien que 2% puissent sembler corrects

<sup>1</sup> Aucune garantie de résultats ou de performance

pour des investisseurs prudents, tout ce rendement a été généré entre 1980 et 2018. Les obligations n'ont généré aucun rendement entre 1900 et 1980 après inflation ! Nous nous méfions aussi de tout investissement qui a énormément bénéficié de la baisse des taux d'intérêt au cours des trois dernières décennies. Les rachats avec effet de levier (« leverage buyouts », LBO), un type d'investissement de « private equity » dans le cadre duquel l'achat d'une entreprise est financé par le recours à un endettement important, fonctionnent très bien lorsque le coût de la dette est inférieur à 10 % et conserve une trajectoire baissière. Il va être beaucoup plus difficile d'obtenir les rendements passés exceptionnels, dès lors que le coût de la dette est supérieur à 10% et ne cesse d'augmenter. En général, les investisseurs doivent faire preuve de la plus grande prudence à chaque fois qu'un investissement comporte les mots « effet de levier » ou « dette ». Toutes les opportunités ne seront pas défavorables, mais une grande prudence est de mise.

En ces temps changeants, nos équipes d'investissement et nos équipes commerciales restent disponibles pour toute question éventuelle. N'hésitez pas à nous contacter par e-mail ou par téléphone.

## Nos convictions

Depuis que nous avons commencé à proposer des produits financiers aux investisseurs belges au début des années 2000, nous sommes constamment à l'affût de nouvelles stratégies pour mieux servir nos clients. L'histoire de notre entreprise a commencé avec les obligations convertibles, qui continuent d'être une classe d'actifs intéressante pour avoir une exposition à des entreprises à croissance rapide sans volatilité excessive. Par la suite, en 2006, nous avons commencé à proposer des **fonds actifs en actions mondiales**, puis, avec l'aide d'Amundi, un **fonds passif en actions mondiales** en 2015. Enfin, en 2021, nous avons lancé notre première **stratégie quantitative** avec les « Dogs of the Dow » puis le S&P 500 Buyback FCF en 2023, tous deux proposés par le biais d'un fond institutionnel belge. Chaque stratégie a ses avantages et ses inconvénients. C'est la raison pour laquelle nous vous recommandons toujours dans un premier temps de consulter un conseiller financier pour comprendre votre appétence au risque et nous vous conseillons généralement de mélanger les différentes stratégies.

Un **fonds passif en actions mondiales** vous offre une exposition à l'ensemble du marché boursier mondial, avec des positions dans presque tous les secteurs, les pays développés et les principaux marchés émergents. Ce produit est pondéré par capitalisation boursière, ce qui signifie que les grandes entreprises en termes de valorisation ont une pondération plus élevée. Les positions les plus importantes au sein de cette stratégie sont donc les entreprises technologiques américaines, principalement **Microsoft, Apple, Meta (ex-Facebook), Tesla, NVIDIA, Alphabet (ex-Google) et Amazon**<sup>2</sup>, également désignées comme les « Magnificent Seven » (les « Sept magnifiques »), un surnom plus récent inventé par les analystes pour remplacer l'acronyme FAANG, qui n'incluait ni Tesla ni NVIDIA. Ces dernières années, ces entreprises, en raison de l'excellence de leurs stratégies et de leurs modèles économiques, ont atteint une valeur colossale, avec des capitalisations boursières supérieures aux PIB de la plupart des pays et une taille telle qu'elles font fluctuer les indices. Le marché actions américain cette année serait très probablement en territoire négatif si ce n'était pour la performance exceptionnelle de ces quelques actions. Nous n'avons pas d'avis sur la valorisation de ces entreprises. Malgré la couverture excessive dont elles font l'objet de la part des analystes, presque personne n'aurait prédit leur mauvaise performance l'an dernier et leur reprise exceptionnelle en 2023. Pour toutes ces raisons, un investisseur ne devrait pas être surexposé à ces entreprises, même s'il nous paraît logique de les détenir à l'instar d'autres grandes entreprises comme **LVMH, Starbucks, Toyota** à travers un indice mondial. Chez TreeTop, nous ne prétendons pas avoir de perspectives sur ces très grandes entreprises et nous offrons donc **le moyen le moins cher** de les détenir grâce à un produit passif.

L'autre façon de gérer un portefeuille d'actions consiste à utiliser une **stratégie de gestion de fonds active**, gérée par un seul gérant ou une équipe de gérants. Ces types de stratégies ont été les premières à être mises en place lorsque le secteur des fonds communs de placement a commencé à émerger aux États-Unis après la Seconde Guerre mondiale. Elles offrent une meilleure diversification qu'une sélection d'actions individuelles et généralement de meilleures

---

<sup>2</sup> Bien que pour l'instant, la stratégie n'inclut pas Apple, Meta et Amazon, contrairement à l'indice MSCI ACWI

performances, car elles sont gérées par des professionnels. Bien que ces stratégies soient censées surperformer les indices, ce n'est malheureusement pas le cas de la plupart d'entre elles à long terme. Chez TreeTop, nous pensons que ces stratégies d'investissement ont leur place, à condition d'être fortement différenciées de l'indice et d'être gérées par des gérants expérimentés, dotés d'un processus d'investissement solide. Lorsqu'elle est bien gérée, une stratégie active trouvera des segments sous-valorisés du marché, capables d'offrir d'excellents rendements<sup>1</sup> non corrélés aux indices mondiaux. Nous avons remporté quelques succès, mais également essuyé quelques échecs dans ce domaine. Voilà pourquoi nous vous recommandons de prendre garde à ne pas tout investir dans une seule stratégie active.

Enfin, chez TreeTop, nous avons décidé de proposer des stratégies d'investissement mondiales **quantitatives/systémiques** depuis 2021. Préoccupés par les niveaux de valorisation très élevés des sociétés américaines de croissance au cours des quatre dernières années, nous avons commencé à chercher des alternatives. Notre première incursion dans ce monde s'est faite à travers la stratégie « **Dogs of the Dow** », qui consiste à investir dans des composants du Dow Jones proposant un haut rendement du dividende. Cette stratégie, qui surpondère généralement les actions « mal aimées » du Dow Jones (« dogs » en anglais), présente un palmarès satisfaisant à long terme et a très bien joué son rôle de diversification en 2022. Cela dit, elle n'est pas des plus sophistiquées, est très concentrée et néglige la plupart des titres des marchés actions mondiaux. En général, les principaux avantages des stratégies **quantitatives/systémiques** sont leur rapidité, leur capacité à traiter des quantités massives de données et l'absence de biais cognitifs. À l'inverse, leur revers est qu'elles ne reposent que sur des données numériques passées et n'ont aucune notion des risques. En se fondant uniquement sur des données financières et opérationnelles passées, la plupart des stratégies quantitatives ont tendance à performer pendant une durée limitée et tombent généralement dans l'erreur du « back-testing », qui fait que l'ordinateur optimise le portefeuille en fonction des facteurs de succès passés. Conscients de ce problème, nous avons continué de chercher de meilleures alternatives et pensons en avoir trouvé une avec la stratégie **S&P500 Buyback FreeCashFlow**. Derrière ce nom à rallonge se cache l'utilisation d'un certain nombre de facteurs quantitatifs (nous vous renvoyons à notre lettre d'information précédente pour plus de détails), principalement liés aux flux de trésorerie disponibles (« free cash flow »), à la valorisation et à la taille, mais également à **un facteur discrétionnaire, les rachats d'actions massifs**. Les rachats d'actions sont décidés par la direction d'une entreprise, généralement lorsque la confiance dans les perspectives futures de l'entreprise est élevée. Une équipe de direction procédera très rarement à un rachat d'actions, si elle estime que l'avenir est précaire, et l'intégration de ce facteur dans une stratégie d'investissement ajoutera donc un « facteur déterminant pour l'avenir ». Cette stratégie a nettement surperformé le marché actions américain sur le long terme, et en dépit d'une légère baisse en 2022, nous pensons qu'elle a de fortes chances de continuer de surperformer<sup>1</sup> et certainement de fournir une bonne diversification. En général, malgré les progrès de l'intelligence artificielle, le contact humain et la vigilance restent importants dans le monde de l'investissement, car les ordinateurs n'ont pas encore la capacité de saisir pleinement les complexités du monde moderne. N'hésitez pas à prendre contact avec un véritable interlocuteur humain si vous avez des questions sur l'environnement économique ou les différentes stratégies d'investissement.

---

*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 29 septembre 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.*

---