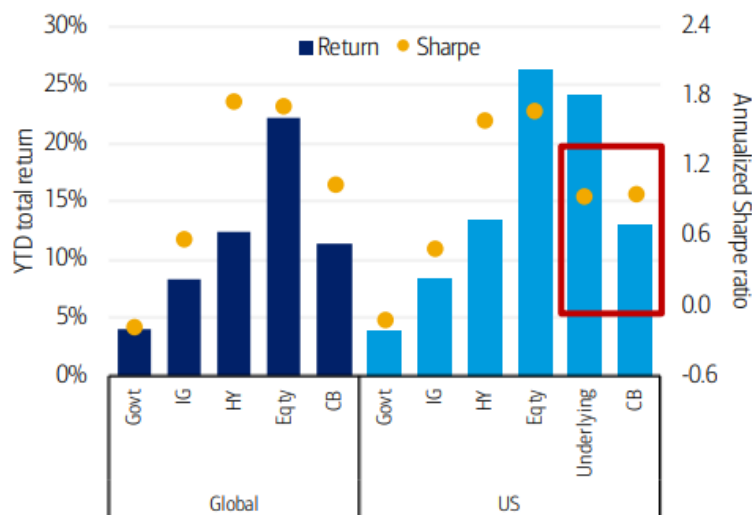


**Conjoncture économique et boursière**

Il y a douze mois, la plupart des investisseurs étaient choqués par le retour d’une inflation à deux chiffres dans le monde occidental, par la chute historique du marché obligataire soi-disant « sûr », par le retour de la guerre en Europe, par une grave crise énergétique et par les performances plutôt mauvaises des principales bourses mondiales. Chez TreeTop, après avoir traversé plusieurs crises au fil des ans, nous nous sommes rappelés que les marchés actions mondiaux, bien que très réactifs à court terme, ont toujours offert un excellent rendement après inflation sur le long terme. Nous sommes heureux d’annoncer que 2023 a confirmé nos convictions, les marchés actions mondiaux ayant surperformé à peu près tous les autres actifs (emprunts d’État, crédit à haut rendement et de bonne qualité) grâce à la performance exceptionnelle du marché boursier américain.

**Exhibit 12: Cross-asset performance and Sharpe ratios**

Though they underperformed broad market stocks and HY bonds, CBs led IG and government bonds on both an absolute and risk-adjusted basis in 2023



Source: BofA Global Research, ICE Data Indices, LLC. Data as of 31-Dec-2023.

BofA GLOBAL RESEARCH

Alors que l’année 2022 a été principalement marquée par la terrible invasion de l’Ukraine par la Russie et ses importantes conséquences économiques et financières, 2023 a été beaucoup plus positive avec une réduction de l’inflation, une stabilisation des taux d’intérêt mondiaux et une résolution progressive de la crise énergétique en Europe. L’un des grands enjeux économiques de 2022 a été l’explosion des prix de l’énergie sur le vieux continent, comme le montre le graphique ci-dessous, laquelle a entraîné une hausse rapide du coût de la vie en Europe. Heureusement, les prix du gaz naturel en Europe ont commencé à baisser fin 2022 et sont restés relativement stables depuis. Cela s’explique par les efforts considérables déployés par les ménages, les entreprises et les gouvernements

européens pour réduire leur demande et trouver d'autres sources d'énergie. Compte tenu des améliorations structurelles du marché européen de l'énergie, on peut espérer que la situation restera stable à l'avenir.

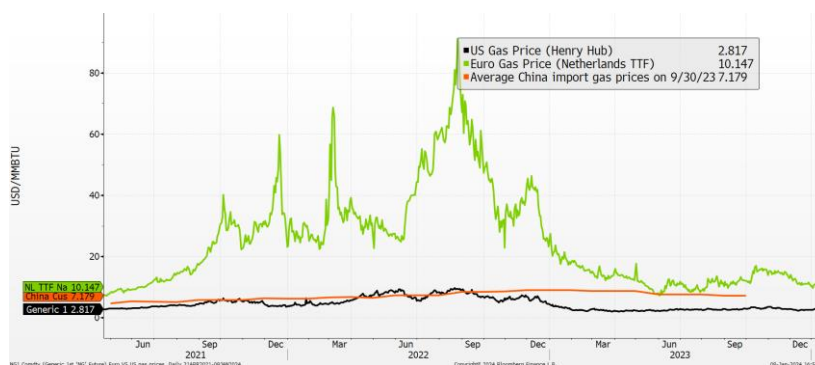


Figure 1 – Prix du gaz naturel en Europe (vert), aux États-Unis (noir), en Chine (orange) - Source : Bloomberg

La hausse rapide des coûts de l'énergie a entraîné l'inflation la plus élevée jamais enregistrée depuis la naissance de l'euro. Pour la première fois, l'inflation en zone euro est passée au-dessus de 10% (en vert sur le graphique ci-dessous) en septembre 2022. Aux États-Unis, une vague similaire d'inflation élevée (en noir ci-dessous) a été en partie due à la hausse des coûts de l'énergie, mais, elle a surtout été la conséquence de politiques monétaires et fiscales très agressives après la pandémie de COVID-19 ainsi que des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement. Contrairement aux économies occidentales, l'économie chinoise a connu des hausses de prix très modérées et connaît désormais une déflation, son IPC (indice des prix à la consommation) étant devenu négatif ces derniers mois (en orange ci-dessous).



Figure 2 – Inflation (IPC) en Europe (vert), aux États-Unis (noir) et en Chine (orange) - Source : Bloomberg

La hausse rapide de l'inflation a également entraîné la fin de l'« argent gratuit » dans les économies occidentales, la Réserve fédérale américaine (FED) et la Banque centrale européenne (BCE) ayant relevé rapidement leurs taux d'intérêt de référence. Les taux d'intérêt américains à court terme (en orange ci-dessous) ont augmenté très vite également, suivis par les taux américains (en bleu) et européens (en vert) à long terme, avant de se stabiliser au cours des derniers mois.



Figure 3 – Taux d'intérêt américains à court terme (orange) et à long terme (bleu) VS rendement des obligations d'État allemandes à 10 ans (vert) - Source : Bloomberg

La fin de l'« argent gratuit » a eu un impact assez spectaculaire sur les actifs financiers, en particulier les instruments à taux fixe (dettes et obligations) et désormais l'immobilier. Dans ce contexte morose, la **résilience des bénéfices mondiaux** a surpris positivement. Alors que le marché boursier mondial (en blanc ci-dessous) a chuté d'environ 25% entre son pic de début 2022 et son niveau le plus bas six mois plus tard, les bénéfices mondiaux (en jaune ci-dessous) ont continué à progresser en 2022 et sont restés stables au cours des 18 derniers mois. La résistance des bénéfices, combinée à la stabilité des taux d'intérêt, a entraîné le rebond significatif du marché en 2023.



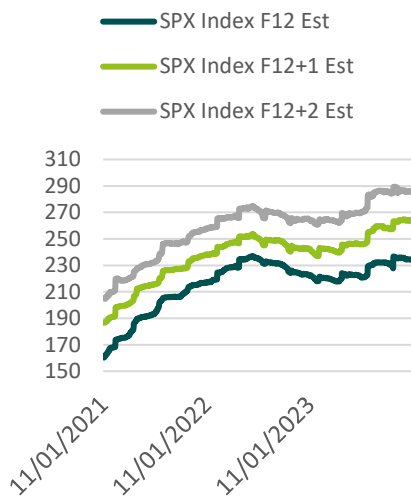
Figure 4 – Bourses mondiales (blanc) vs bénéfices mondiaux (jaune) - Source : Bloomberg

Le rebond du marché américain a été encore plus fort que celui du marché boursier mondial, le S&P500 étant désormais proche de son plus haut historique (en blanc ci-dessous). Comme pour le marché boursier mondial, la reprise a été principalement tirée par les bénéfices (BPA ou « bénéfice par action ») du S&P500 en jaune ci-dessous) et repose sur les fondamentaux. Une caractéristique très intéressante du marché actions américain pour les investisseurs est sa capacité à doubler régulièrement ses bénéfices par action. Sur les vingt-cinq dernières années, le S&P500 a doublé son BPA deux fois : entre 1997 et 2006 puis entre 2006 et 2020. Bien qu'elles aient engendré une chute temporaire des bénéfices et une volatilité des marchés, la bulle Internet de 2000, la crise financière mondiale de 2008 et la pandémie de 2020 n'ont pas perturbé cette capacité structurelle à accroître le BPA.



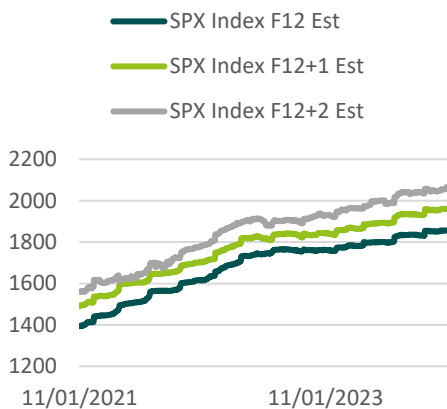
Figure 5 – S&P500 (blanc) vs Bénéfice par action du S&P500 (jaune) - Source : Bloomberg

## Estimations du BPA du S&P500



Comme les conseillers financiers aiment à le répéter, le passé n'est pas nécessairement une bonne représentation de l'avenir, et si la croissance des bénéfices a été bonne ces dernières années, cela ne signifie pas qu'elle le sera dans les années à venir. Heureusement pour les investisseurs en actions, les prévisions de croissance des bénéfices du S&P500, principal moteur des performances des actions mondiales, se sont récemment accélérées. Le graphique de gauche suit les prévisions du consensus des analystes pour les trois prochaines années. En vert foncé, nous voyons ce que les analystes anticipent pour 2024, en vert clair pour 2025 et en gris pour 2026. Plus que les chiffres absolus, c'est l'évolution des estimations qui importe. Une augmentation rapide des estimations du consensus a tendance à s'accompagner d'une évolution positive du marché, tandis qu'une stagnation ou une baisse des estimations aura généralement un impact négatif sur les marchés. L'année 2022 a été marquée par une stagnation et nous avons eu une performance négative du marché, tandis qu'en 2023 et surtout 2021, l'augmentation rapide des estimations a conduit à des rendements plus positifs.

## Estimations du chiffre d'affaires par action du S&P500

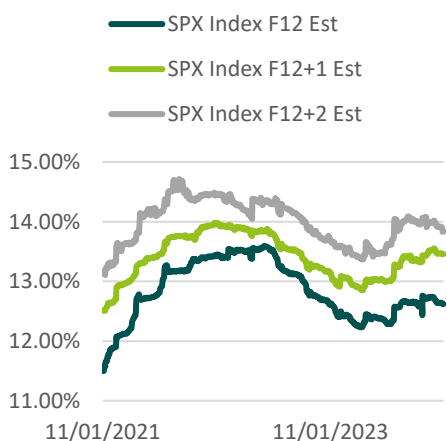


Pour mieux comprendre le BPA, on peut examiner deux moteurs intéressants : le chiffre d'affaires (ou « CA ») par action (graphique au milieu) et les marges nettes (dernier graphique).

$$BPA = CA \text{ par action} \times \text{marge nette}$$

Ces graphiques montrent que la stagnation des bénéfices observée à partir de fin 2022 provient principalement d'une pression sur les marges et, dans une moindre mesure, d'un ralentissement de la croissance du CA par action. Les estimations des marges nettes du S&P500 par les analystes ont chuté de 13,5% en juin 2022 à 12,2%, avant de se stabiliser et de remonter lentement (ligne vert foncé sur le dernier graphique). Cette pression sur les marges a été concomitante à l'accélération de l'inflation et à la remontée des taux d'intérêt. Depuis que la situation macroéconomique s'est stabilisée, les prévisions de marges ont recommencé à augmenter, mais elles restent inférieures à leur pic de 2021.

## Estimations des marges nettes du S&P500



Nous n'avons pas de boule de cristal et des événements comme l'invasion de l'Ukraine ou une pandémie mondiale sont imprévisibles par nature. Néanmoins, les équipes dirigeantes des sociétés cotées, en particulier les sociétés cotées américaines, se battent toujours pour accroître les bénéfices de leur entreprise à moyen et long terme<sup>1</sup>. Contrairement aux taux d'intérêt fixes sur les obligations, les bénéfices augmenteront naturellement avec l'inflation. Pour l'investisseur patient, ce phénomène devrait finir par porter ses fruits<sup>1</sup>.

Chez TreeTop, nous croyons aux actions mondiales depuis quelques décennies maintenant. À court terme, il y aura toujours une volatilité importante, car chacun essaie de deviner ce qui va se passer au cours des douze prochains mois. Toutefois, à plus long terme, les rendements se lissent et nous espérons que 2024 sera un aussi bon millésime que 2023.

Figures 6, 7 et 8 – Estimations du S&P500 - Source : Bloomberg

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



## Nos convictions

Chez TreeTop, notre conviction première est d'avoir **une approche globale pour l'investissement**. Parmi mes premiers investissements figuraient des obligations japonaises dans les années 70, suivies par une période dorée pour les obligations convertibles japonaises dans les années 80. Pendant mes vingt ans chez Merrill Lynch, j'ai investi pour les clients et pour moi-même dans des hedge funds américains, des valeurs technologiques américaines, des conglomérats coréens, des marchés émergents... Avec le recul, ces quarante années d'investissement montrent que ma deuxième grande conviction est la **nécessité d'être flexible et de s'adapter rapidement aux nouvelles situations**. Au cours de la première décennie de ma carrière, les actifs japonais ont fait fureur, puis ont fait grise mine. A suivi le boom de l'Internet américain, puis son effondrement. Les années 2000 ont été la décennie des marchés émergents, suivie d'un nouveau boom technologique aux États-Unis.

La façon dont les gens ont investi a également radicalement changé. Quand j'ai commencé dans ce secteur, j'ai écrit à quelques dizaines d'entreprises pour recevoir leurs rapports annuels et leur communication d'entreprise. J'ai rapidement rempli une pièce chez mes parents et j'ai dû récrire à toutes les entreprises pour qu'elles arrêtent de m'envoyer des tonnes de documents. À l'époque, les informations étaient limitées alors qu'aujourd'hui nous souffrons d'une surcharge d'informations. La diversification dans les années 80 consistait à avoir quelques titres en dehors du Bel-20. Aujourd'hui, tout le monde peut investir en quelques clics dans l'ensemble du marché boursier mondial via un tracker. Chez TreeTop, nous avons toujours essayé d'évoluer avec notre temps et nous continuerons à le faire. Nous avons commencé par des **fonds en gestion active à forte conviction**, puis par un **fonds passif en actions mondiales**, et nous avons lancé il y a deux ans des **stratégies quantitatives**. Dans la dernière newsletter, j'ai expliqué cette évolution plus en détail ainsi que les avantages et les inconvénients de chaque stratégie. Il est maintenant temps de regarder la performance de ces stratégies en 2023. La première bonne nouvelle est que contrairement à 2022, où nous n'avions qu'un ou deux produits avec une performance positive, toutes nos stratégies ont généré une performance positive en 2023.

Nos stratégies passives, notamment celles avec un angle ESG, ont surperformé les indices mondiaux, car elles sont fortement exposées au secteur technologique américain. Nos autres stratégies, bien qu'elles aient toutes progressé, ont eu tendance à sous-pondérer les « Magnificent Seven » (les sept méga-capitalisations américaines : Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft, Meta, NVIDIA et Tesla), et à générer une performance légèrement inférieure à celle des indices actions mondiaux. Ces dernières années et en particulier en 2023, la performance du marché actions mondial s'est fortement concentrée sur de moins en moins d'actions et principalement américaines. 2022 a été le premier accident dans cette évolution. La hausse des taux d'intérêt a décimé le Nasdaq, et les titres de certaines méga-capitalisations ont chuté de plus de 50%. Quelque peu mal à l'aise avec la valorisation élevée du secteur technologique américain et les « investissements de croissance » en général, nous avons lancé des stratégies quantitatives de valeur en 2021, ce qui nous a beaucoup aidés au cours des douze mois suivants. À l'aube de 2024, il semble que certaines grandes entreprises soient à nouveau très chères, et nous faisons preuve de prudence. Pour contrebalancer le géant américain de la technologie, nos **stratégies actives** se concentrent sur les marchés émergents, les obligations convertibles, les moyennes capitalisations entrepreneuriales européennes et les moyennes capitalisations mondiales à forte croissance. Notre **stratégie quantitative systémique** se concentre sur les constituants du S&P500 qui affichent un rendement élevé du flux de trésorerie disponible (« free cash flow yield »), ce qui signifie qu'ils sont bon marché, et qui bénéficient d'importants programmes de rachat d'actions, ce qui signifie que les équipes de direction estiment que leurs actions sont bon marché.

Notre stratégie quantitative suit désormais entièrement l'indice **S&P500 US Buyback Free Cash Flow**. La performance a été bonne mais pas exceptionnelle. Depuis le lancement de la stratégie, elle a investi dans plus de 60 titres, les trois meilleures contributions à la performance étant à mettre au compte d'**INTEL**, le fabricant américain de puces électroniques, **BROADCOM**, l'un des principaux fournisseurs américains d'équipements de télécommunications, et **EXPEDIA**, un portail de tourisme sur Internet. La stratégie n'échappe pas aux valeurs technologiques américaines, mais ne les achète qu'en cas d'écart de valorisation. La stratégie a même investi cette année dans **META (ex-Facebook)**, car la valeur était très bon marché fin 2022 et présentait une très bonne valeur relative. Les équipes dirigeantes n'ont pas toujours raison de racheter leurs actions. **PFIZER**, premier groupe pharmaceutique américain, a malheureusement

continué à dériver et a pesé sur notre performance globale, à l'instar de **WALGREENS BOOTS ALLIANCE**, grand distributeur pharmaceutique aux États-Unis.

De manière générale, nous sommes toutefois satisfaits de la manière dont cette stratégie ajuste rapidement les positions pour trouver de la valeur relative. Elle se concentre également sur les très grandes entreprises, ce qui signifie qu'elle devrait éviter les accidents graves. Enfin, nous sommes de plus en plus convaincus que les équipes de direction, dans un monde de plus en plus complexe, doivent se concentrer sur ce qu'elles connaissent le mieux. Nous préférons de loin les entreprises qui distribuent des capitaux aux actionnaires, qui peuvent ensuite investir dans les meilleures opportunités, plutôt que celles qui diversifient ou surinvestissent dans leur activité.

Nous vous souhaitons le meilleur pour 2024 et l'équipe TreeTop reste à votre disposition pour toute question éventuelle.

---

*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 décembre 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.*

---