

Conjoncture économique et boursière

À l'heure où nous rédigeons cette lettre d'information, des économistes et des spécialistes financiers surveillent attentivement la publication des données sur l'inflation aux États-Unis. Chez TreeTop, nous ne sommes pas préoccupés outre mesure par les données économiques à court terme, même si ces données nous rappellent l'importance de l'inflation pour les investisseurs à long terme. Heureusement, l'inflation aux États-Unis (en noir sur le graphique ci-dessous) et en Europe (en vert) a fortement ralenti ces douze derniers mois. C'est là une très bonne nouvelle, car un pic d'inflation comme celui que nous avons connu en 2022 entraîne souvent des spirales salaires-prix, dans lesquelles la hausse des prix entraîne une hausse des demandes salariales et de nouvelles hausses des prix. Par chance cette fois-ci, les hausses de taux très agressives des banques centrales européenne et américaine et la baisse des prix de l'énergie en Europe ont jugulé l'inflation avant qu'elle ne devienne incontrôlable.

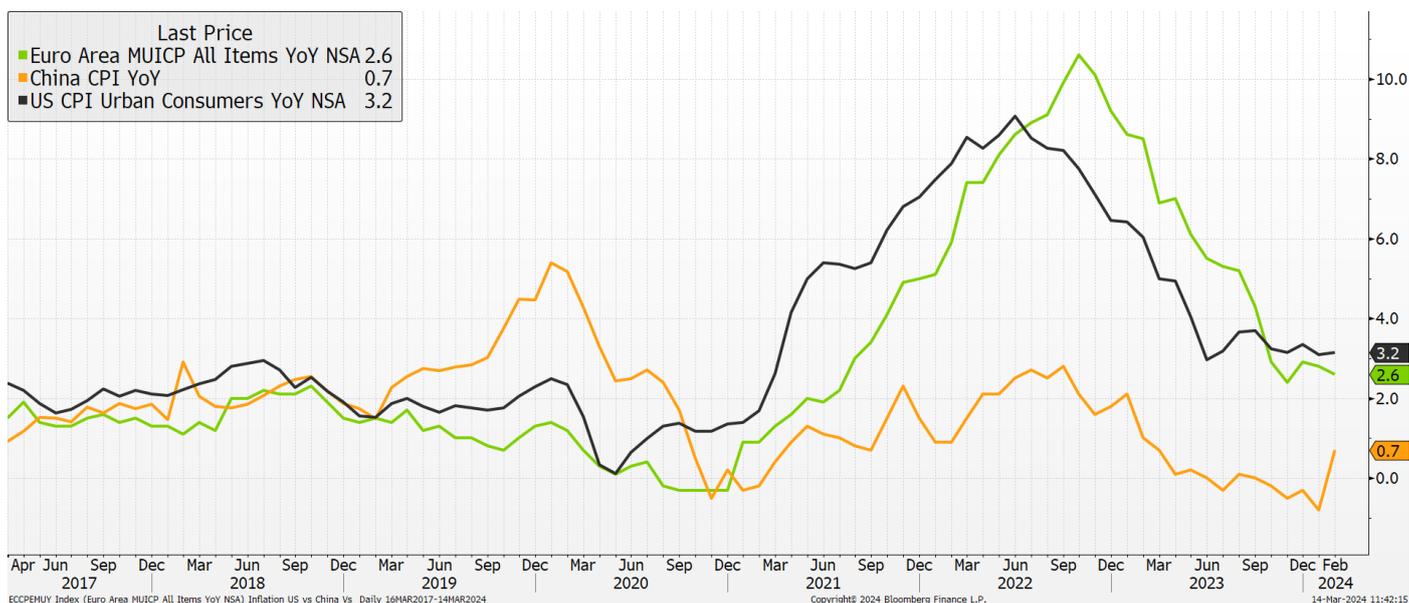
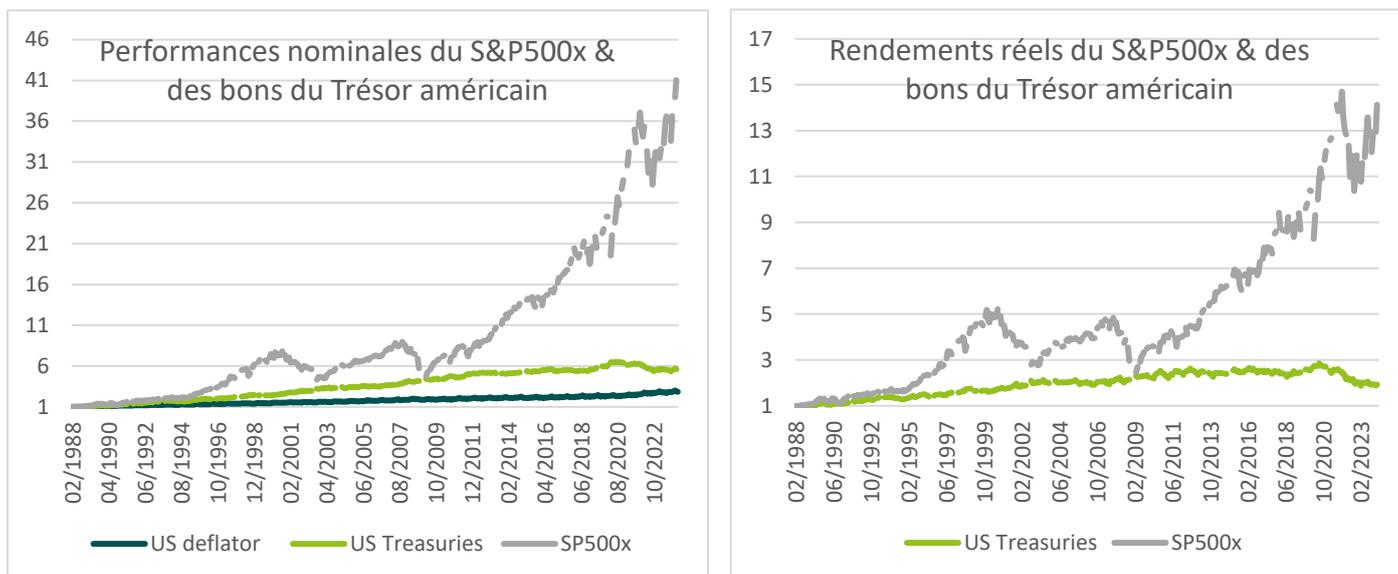


Figure 1 – Inflation (IPC) en Europe (vert), aux États-Unis (noir) et en Chine (orange) - Source : Bloomberg

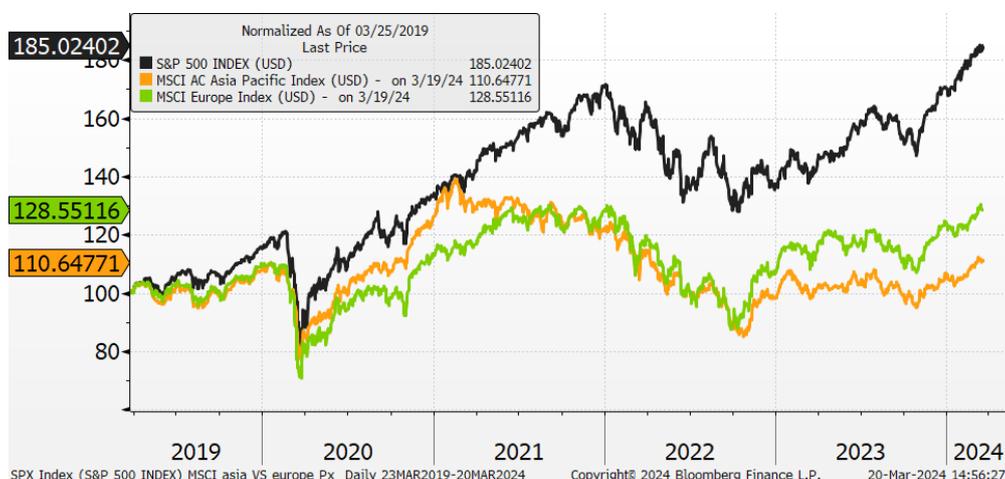
L'inflation est un élément très important à prendre en compte pour les investisseurs à long terme. Sur de courtes périodes, perdre 2 à 3% de pouvoir d'achat par an peut sembler relativement peu, mais l'impact sera significatif sur des périodes plus longues. En fin de compte, l'une des fonctions les plus importantes de l'investissement est de « protéger » le pouvoir d'achat de l'épargne durement acquise. Un dollar américain de 1988 ne vaut plus que 35 cents, ce qui signifie qu'il a perdu plus de 50% de son pouvoir d'achat initial. Cette perte de valeur s'est produite dans un pays et durant une période où l'inflation était bien maîtrisée ; un réal brésilien de 1988 par exemple n'a plus de valeur réelle aujourd'hui. Les graphiques ci-dessous nous permettent de constater l'énorme différence que l'inflation fait sur le long terme. Nominale, un investisseur sur le marché boursier américain aurait gagné 40 fois son investissement initial (rendement total du S&P500) et multiplié par plus de 5 son investissement dans des bons du Trésor américain

(US Treasury Index, LUATRUU Index) depuis 1988. Cependant, une fois l'inflation prise en compte, ces chiffres ne sont plus que de 14 fois pour le marché actions américain et 2 fois pour les bons du Trésor. Sur une période plus courte de forte inflation, l'impact peut être plus important encore. En termes réels, le marché boursier américain est toujours en dessous de son pic de 2021 et les investisseurs n'ont plus gagné d'argent sur les bons du Trésor après inflation depuis 2003 !



Figures 2 et 3 – Performances nominales et réelles du S&P500 et des bons du Trésor américain depuis 1988 - Source : Bloomberg

L'émergence de l'inflation a également un impact sur les taux d'intérêt mondiaux et la valorisation des actifs financiers. La principale fonction des banques centrales modernes d'Amérique, d'Europe ou d'Asie est d'encadrer strictement la hausse de prix et leur principal outil pour ce faire est la fixation du niveau des taux d'intérêt à court terme. Les trois dernières années sont le parfait exemple de ce qui arrive lorsque les banques centrales sont confrontées à une flambée soudaine de l'inflation et de ses conséquences sur les marchés financiers. Alors que l'inflation flambait en 2022, les banques centrales mondiales ont relevé leurs taux de manière agressive, affectant l'ensemble des actifs, tant les actions que les obligations en passant par l'immobilier. En 2023, l'inflation et les taux se sont stabilisés et les places boursières mondiales ont fortement rebondi, tandis que la plupart des autres actifs ont seulement stoppé leur baisse (voir notre précédente lettre d'information). Au cours des trois premiers mois de 2024, la stabilité de l'économie mondiale, un taux d'inflation raisonnable et un secteur technologique américain en forte hausse, dopé par l'intelligence artificielle, ont induit une solide progression des actions impulsée par le marché américain (en noir ci-dessous)¹.



¹ Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Figure 4 – Évolution des marchés actions aux États-Unis (noir), en Asie (orange) et en Europe (vert) - Source : Bloomberg

Après des années de surperformance, le marché américain représente désormais la majorité du marché boursier mondial. En mars 2024, l'indice MSCI All Countries World (ACWI), le baromètre des actions mondiales le plus communément utilisé, représentant « 85% de l'opportunité des actions mondiales et 70 000 milliards de dollars de capitalisation boursière » selon son fournisseur MSCI, était composé à près de 64% d'entreprises américaines. Le deuxième plus gros constituant, le Japon, ne représente qu'un peu plus de 5% du marché.

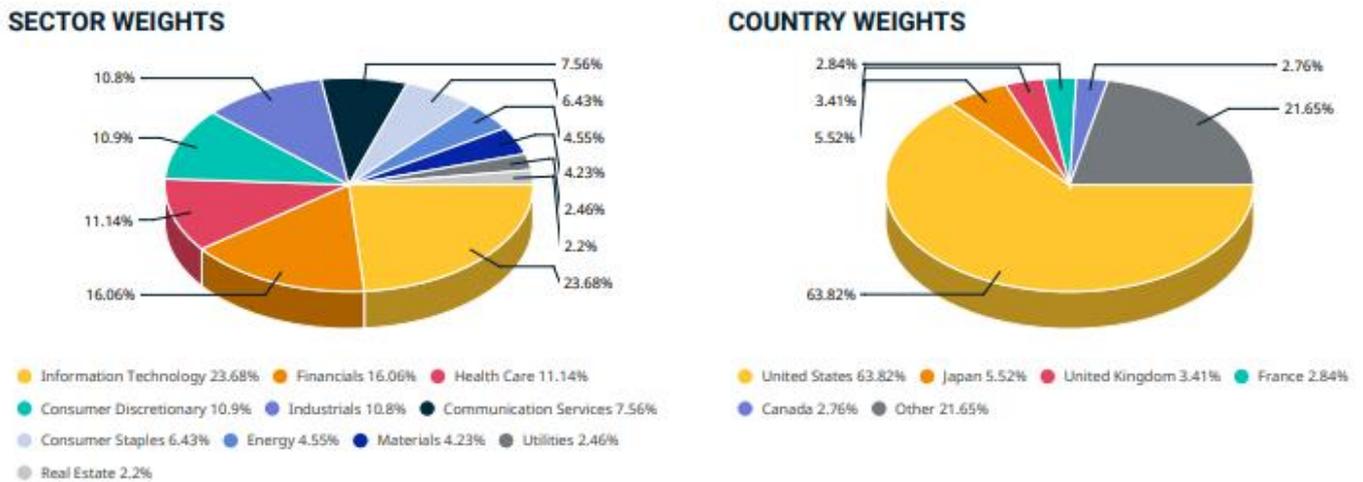
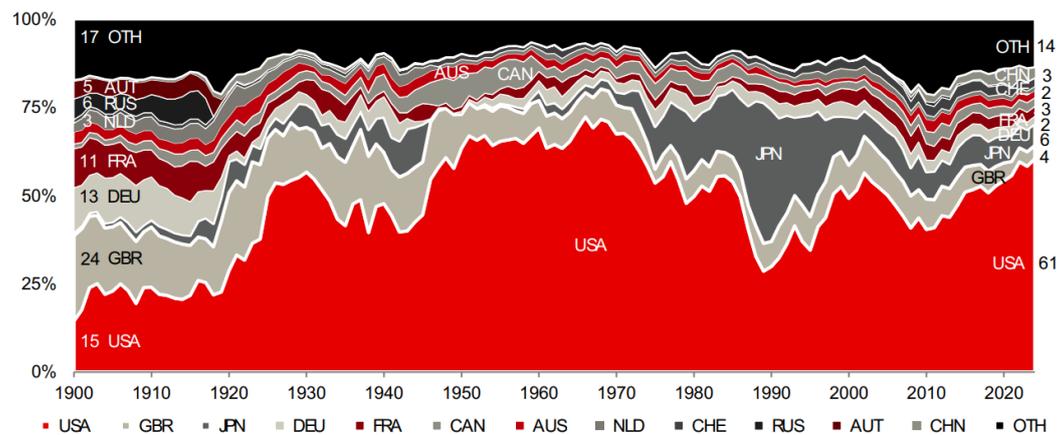


Figure 5 – Pondérations sectorielles et géographiques de l'indice MSCI ACWI à fin mars 2024 - Source : MSCI

Cela étant, le marché américain depuis le début du 20^{ème} siècle a toujours constitué une part importante des places boursières mondiales. Paul Marsh, Mark Staunton, professeurs à la London Business School, et Elroy Dimson, professeur à Cambridge, publient tous les ans un « Investment Yearbook » sur les rendements financiers de l'ensemble des classes d'actifs et dans toutes les zones géographiques. Dans leur dernière étude, ils soulignent l'importance des marchés américains depuis la fin de la Première Guerre mondiale. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, le Japon n'est devenu le premier marché au monde en termes de capitalisation boursière qu'au cours d'une brève période à la fin des années 1980 /au début des années 1990. Cette période toutefois n'a pas duré très longtemps. Le marché japonais a enregistré des performances désastreuses durant les années 1990, tandis que le marché actions américain s'est très bien comporté grâce à l'émergence du secteur technologique américain¹.

Figure 3: The evolution of equity markets over time from end-1899 to start-2024



Sources: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, DMS Database 2024 and FTSE Russell All-World Index Series weights (recent years). Not to be reproduced without express written permission from the authors.

UBS Global Investment Returns Yearbook: Summary Edition 2024

Une autre caractéristique de la phase récente de hausse du marché est l'importance croissante des très grandes sociétés. À fin mars 2024, neuf entreprises technologiques américaines représentaient près de 20% du marché

boursier mondial, soit près de 4 fois plus que la valeur totale des entreprises japonaises. Ces sociétés ont tendance à présenter des multiples de valorisation élevés, car elles ont enregistré une croissance exceptionnelle de leurs bénéfices ces dernières années. Elles disposent également de modèles économiques très solides et de marges élevées. Le danger est qu'un éventuel revers stratégique ou ralentissement économique pourrait rapidement avoir un impact dramatique sur ces très grandes entreprises. Comme nous l'avons vu avec Meta (Facebook) en 2022 ou avec Tesla cette année, tout retournement de fortune peut avoir un impact considérable sur le cours des actions, lorsque les anticipations sont aussi fortes. Sur une note plus positive cependant, ces neuf entreprises sont également la vitrine du dynamisme du système économique américain. Bon nombre d'entre elles sont plus qu'américaines : elles disposent d'opérations mondiales massives, avec une part importante de leurs bénéfices, si ce n'est la majorité, réalisée en dehors des États-Unis. La plupart de ces entreprises ont également été créées par des entrepreneurs de première génération très désireux de bouleverser le statu quo. Enfin, bon nombre de ces entreprises ont été créées par des immigrants, comme Jensen Huang pour NVIDIA (leader des puces électroniques destinées à l'IA), Elon Musk pour Tesla ou Sergey Brin pour Alphabet-Google.

TOP 10 CONSTITUENTS				
	Country	Float Adj Mkt Cap (EUR Billions)	Index Wt. (%)	Sector
MICROSOFT CORP	US	2,750.52	4.12	Info Tech
APPLE	US	2,332.26	3.49	Info Tech
NVIDIA	US	2,066.48	3.09	Info Tech
AMAZON.COM	US	1,553.38	2.32	Cons Discr
META PLATFORMS A	US	997.96	1.49	Comm Svcs
ALPHABET A	US	827.04	1.24	Comm Svcs
ALPHABET C	US	726.41	1.09	Comm Svcs
LILLY (ELI) & COMPANY	US	581.24	0.87	Health Care
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	TW	555.24	0.83	Info Tech
BROADCOM	US	545.79	0.82	Info Tech
Total		12,936.30	19.36	

Figure 6 – 10 principales composantes de l'indice MSCI ACWI à fin mars 2024 – Source : MSCI

Tant que les États-Unis resteront un aimant pour les entrepreneurs les plus talentueux disposant de l'accès à un réservoir considérable de capital-risque, la domination du marché américain est vouée à se poursuivre. Néanmoins, chez TreeTop, nous maintiendrons une perspective globale de l'investissement, car comme nous l'avons observé ces dernières décennies, plusieurs entreprises asiatiques et européennes ont adopté certaines des meilleures pratiques du capitalisme américain.

En conclusion, bien que l'actualité dans le monde ait de quoi inquiéter, la croissance de l'économie mondiale se poursuit et les entreprises continuent de générer des bénéfices¹. Les risques ne manquent pas, mais les opportunités abondent dans le même temps. Certains pans du marché boursier mondial semblent onéreux, même s'il existe des actions très bon marché qui pourraient devenir les poids lourds de demain. Ce qui est sûr, c'est que l'inflation, comme elle l'a fait des décennies voire des siècles durant, continuera d'éroder la valeur des liquidités au fil du temps. Dans un monde volatil, laisser des liquidités dormir sur un compte bancaire est un moyen quasi certain de perdre de l'argent au fil du temps.

Nos convictions

Au-delà des trackers actions mondiaux, nous recherchons en permanence de nouveaux moyens d'investir sur les places boursières mondiales. Une stratégie performante génère régulièrement de solides rendements et ne subit pas de pertes excessives lorsque le marché se retourne. Le plus grand défi de l'investissement, et la raison pour laquelle ceux qui investissent régulièrement avec succès au fil du temps sont si rares, est que les styles de placement en vogue vont et viennent. Il peut être extrêmement difficile de faire la distinction entre un investisseur qui surfe

temporairement sur une tendance d'investissement porteuse et un autre capable d'ajuster constamment son portefeuille et de générer des rendements durablement élevés². Selon notre expérience, ces derniers sont très rares.

Dans notre précédente lettre d'information, nous évoquons l'utilisation de **stratégies passives** pour générer des rendements réguliers au fil du temps, de **stratégies actives** avec lesquelles il faut être très strict dans la sélection des gestionnaires car la plupart d'entre eux sous-performent le marché, **et enfin de stratégies quantitatives** dans lesquelles le gestionnaire est remplacé par un ensemble de règles systématiques. Il y a douze mois, dans notre lettre d'information du premier trimestre 2023, nous présentions à nos clients le **S&P500 FCF Buyback**, aboutissement de notre quête d'une stratégie d'investissement quantitative fructueuse. Le principal problème que nous devions résoudre était de trouver des facteurs quantitatifs capables d'induire une surperformance régulière à travers les cycles d'investissement. Après des mois de recherche en 2022, le S&P500 FCF Buyback est apparu comme la solution. La stratégie utilise un ensemble de critères de valorisation (flux de trésorerie disponible) et d'informations sur la liquidité et la gestion (rachats d'actions) pour identifier tous les trois mois les opportunités d'investissement les plus attrayantes au sein du S&P500. Le processus est résumé dans la figure ci-dessous. Pour une description complète du fonctionnement de la stratégie, veuillez consulter notre lettre d'information du premier trimestre 2023.



Le **S&P500 FCF Buyback** présente plusieurs caractéristiques. En premier lieu, il s'agit d'un portefeuille très concentré constitué seulement de trente titres, lesquels sont pondérés en fonction du rendement des flux de trésorerie disponibles. Au début de l'année, les 5 premières positions représentaient 33% de la stratégie et les 10 premières 55%. En second lieu, il est flexible et peut ajuster ses positions très rapidement. De nombreux investissements sont vendus après trois mois seulement lorsque d'autres titres offrent une meilleure valeur relative. Bien que cela puisse être un anathème pour les investisseurs à long terme, le marché américain s'ajuste de plus en plus rapidement et il n'est pas rare que les actions progressent de 50% sur de courtes périodes, ce qui signifie que vendre rapidement est parfois nécessaire. L'un des principaux avantages de cette stratégie par rapport à la plupart des gérants traditionnels est qu'elle ne souffre pas d'« inertie ». De nombreux gérants obtiennent de bons résultats initialement mais leur performance se détériore progressivement à mesure que d'anciennes positions qui sous-performent commencent à s'accumuler. Une stratégie quantitative telle que le **S&P500 FCF Buyback** fait l'objet d'un remaniement complet tous les trois mois. Enfin, comme le montre le tableau ci-dessous, la stratégie a investi dans tous les secteurs du S&P500 au fil du temps, mais les pondérations peuvent varier considérablement.

² Aucune garantie de résultat ou de performance

	1/24	8/23	1/23	6/22	1/22	6/21	1/21	6/20	1/20	6/19	1/19	6/18	1/18	6/17	1/17
Com service	9%	3,8	1,8	6,2	1,7	10,8	1,1	2,1	1,4			2,2		5,9	1,7
Cons discretionary	15%	13,2	5,1	8	12,1	1,9	14	5,9	5,4	12,9	8,7	13,6	11,9	20,5	23,1
Cons Staples			1,2	2,1	3,5	3,3	3,1	1,3	3,5	6,8	6,1	4,3	5,7	12,6	5,4
Energy	34%	24,3	36,8	13,8	3,4				8,5	11,6	10,2	15,6	5,6		7,7
Financials	16%	38,5	35,8	47,6	40,7	36,7	40,4	73,2	21,8	37,7	32,7	27,9	47,3	29,7	19,2
Health Care	14%	17,4		12,2	7,8	18,1	11,9	2,5	8	14,5	12,1	6,8	8,2	12,7	6,1
Industrials	12%	1,2	1	2,1	8,3	11,8	7,4	4,1	20,4		14,4	6,5	10,9	6,5	23,6
Inf Technology		2,7	4,8	4,2	15,1	17,2	21,8	8,8	29,6	15,9	15,5	22,9	6,2	9,1	7,9
Materials		1,4	13,2	3,4	7			1,7	0,9				3,8	2,8	4,9

Source: Bloomberg au 22/01/2024

Données à titre illustratif uniquement. Les comportements de marché passés ne préjugent en aucune manière de leurs comportements futurs.

Figure 7 – Pondérations sectorielles de l'indice S&P500 FCF Buyback de 2017 à 2024 - Source : S&P, TreeTop AM

Les chiffres en vert dans le tableau montrent les secteurs surpondérés par rapport à leurs pondérations au sein du S&P500. À la fin du premier trimestre 2024, la stratégie était surinvestie dans la consommation discrétionnaire (15% contre 10,9% dans le S&P500), l'énergie (34% contre 3,9%), les valeurs financières (16% contre 13%) et les valeurs industrielles (12% au lieu de 8,8%). Elle ne détenait aucun placement dans les entreprises technologiques alors que le S&P500 est investi à 28,9% dans ces sociétés, ni dans les biens de consommation de base ni dans les matériaux. Au fil du temps cependant, chaque secteur a été surpondéré à un moment donné, dans le cas des sociétés technologiques par exemple avant leur envolée post-Covid fin 2019 et début 2020.

Tous ces placements, en particulier les plus importants, concernent également des actions fortement sous-valorisées. Les deux principales positions présentaient un rendement des flux de trésorerie disponible d'environ 20% en janvier 2024. Cela signifie que ces titres génèrent chaque année en cash l'équivalent d'1/5^{ème} de leur capitalisation boursière. Dans l'ensemble, la stratégie affiche un rendement des flux de trésorerie disponible supérieur à 10% contre un niveau compris entre 3 et 4% pour le S&P500, ce qui la rend bien moins onéreuse que le marché boursier américain dans son ensemble.

Enfin, le S&P500 FCF Buyback a enregistré des résultats exceptionnels par le passé. Depuis février 1994, sa valeur a été multipliée par 95, contre 18 pour le S&P500, 25 pour le NASDAQ et 8,4 pour le MSCI ACWI. Surtout, il a généré des performances régulières au fil du temps, enregistrant des performances annuelles à deux chiffres sur la plupart des périodes². Comme toujours, les performances passées ne sont pas une garantie des rendements futurs. Nous vous invitons à contacter votre conseiller financier pour vous assurer de comprendre l'ensemble des risques. N'hésitez pas à nous contacter pour toute question.

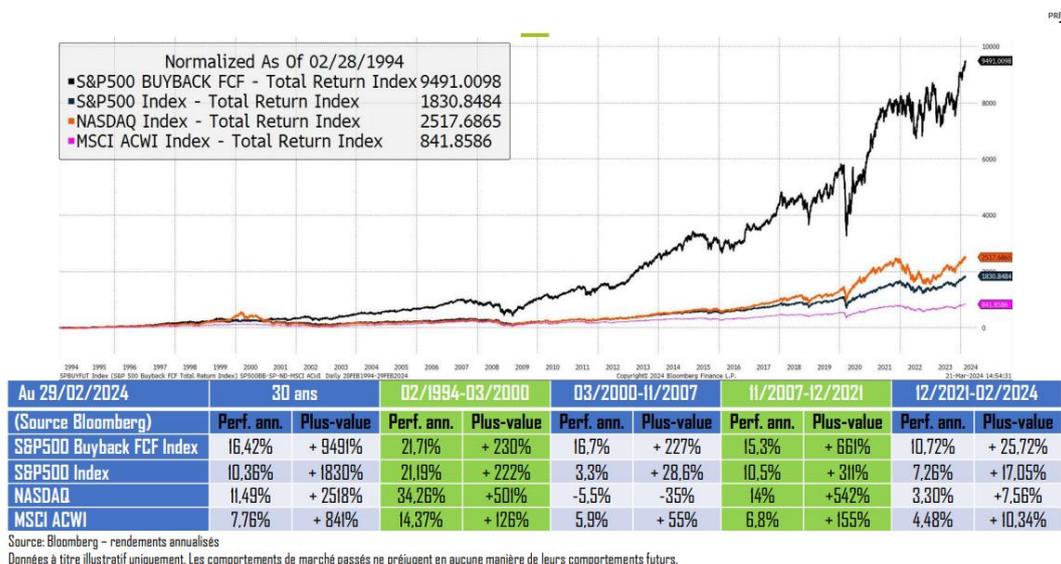


Figure 8 – Analyse de la performance du S&P500 FCF Buyback par rapport à d'autres indices - Source : Bloomberg

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 28 mars 2024

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.
