



Lettre des gestionnaires 2^e Trimestre 2024

Jacques Berghmans et Félix Berghmans

Conjoncture économique et boursière

À l'heure où nous rédigeons cette lettre trimestrielle, l'indice MSCI All Countries World a atteint un pic historique, soutenu principalement par la performance exceptionnelle du marché actions américain. Celui-ci, après une forte reprise en 2023, enregistre une nette progression cette année grâce à l'essor des actions technologiques. La figure emblématique de ce rebond est **NVIDIA**, le leader du secteur technologique, qui possède un quasi-monopole des semi-conducteurs nécessaires à l'intelligence artificielle. La société, dont la valeur s'élevait à 8,8 milliards de dollars américains (USD) en 2014, soit moins de la moitié du constructeur automobile français Renault à l'époque, est désormais valorisée à près de \$3 000 milliards (soit plus que la capitalisation boursière totale de l'indice français CAC40 aujourd'hui). On constate que cette performance boursière exceptionnelle provient partiellement d'une valorisation élevée, mais s'appuie aussi sur des résultats financiers impressionnants : la Société devrait en effet générer \$120 milliards de chiffre d'affaires en 2025 et des flux de trésorerie disponible exceptionnels de \$61 milliards. Cette incroyable réussite n'est pas unique sur les marchés américains, **car la surperformance du S&P500 ne tient pas à un seul titre**. L'indice américain, en plus de comporter plusieurs capitalisations boursières de plusieurs milliers de milliards de dollars, toutes américaines et toutes dans le secteur technologique, intègre également des entreprises majeures dans des secteurs traditionnels comme **Eli Lilly** dans le secteur pharmaceutique (d'une valeur de \$855 milliards) ou **EXXON Mobile** dans le secteur de l'énergie (d'une valeur de \$500 milliards). Notre objectif dans cet article n'est pas de recommander à nos lecteurs d'acheter un titre précis, mais davantage d'analyser les facteurs à l'origine du succès de la bourse américaine. Nous essaierons également de comprendre si cette performance exceptionnelle est susceptible de se poursuivre dans le temps, et les enseignements que nous pourrions en retirer pour l'achat d'autres actifs financiers.

La prééminence du système capitaliste américain, malgré sa domination depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, n'était pas nécessairement évidente en 2009. La bourse américaine venait de subir deux de ses pires crises en moins d'une décennie avec l'implosion de la bulle dotcom au début des années 2000 et la crise des subprimes en 2008, qui avaient entraîné des défaillances bancaires massives et la faillite d'entreprises américaines emblématiques comme General Motors. Au cours de la décennie précédente, l'investissement sur les marchés émergents avait généré de bien meilleures performances que la détention d'actions américaines et un certain nombre d'observateurs financiers commençaient à douter du dynamisme du marché américain.



Figure 1 – Performance du S&P500 (en noir) par rapport à l'indice MSCI Emerging Market (en vert) entre 2000 et 2007 – Source : Bloomberg

Après deux décennies de réformes depuis les années 1980, la Chine était également devenue un prétendant solide au titre de plus grande économie mondiale. La plupart des économistes de l'époque s'accordaient à dire qu'il ne s'agissait pas de savoir si, mais plutôt quand, elle accèderait à la première place, dans la mesure où la population chinoise, bien plus nombreuse, était désormais instruite et beaucoup plus productive qu'auparavant. Le Parti communiste chinois n'avait plus de « communiste » que le nom et les introductions en bourse se succédaient sur les bourses de Shanghai et de Hong Kong. Le niveau de vie du Chinois moyen s'est également considérablement amélioré au cours des 15 dernières années. Entre 2009 et 2022, le PIB par habitant de la Chine à parité de pouvoir d'achat (PPA) en USD courants a plus que doublé, passant de \$8 300 à plus de \$22 000¹. Cela s'est également traduit par des améliorations sociales significatives, entraînant l'augmentation de l'indice de développement humain de la Chine qui est passé de 0,699 en 2009 à 0,768 en 2024².

Aux États-Unis, en revanche, même si des progrès ont été constatés, ces derniers sont loin d'être aussi flagrants que les améliorations observées en Chine, d'autant plus que l'Américain moyen a également été confronté à un certain nombre de crises sociales majeures. Le PIB par habitant des États-Unis en PPA a progressé de plus de 60% entre 2009 et 2022, mais l'indice de développement humain s'est détérioré, passant de 0,956 en 2009 à 0,921 en 2024³. Boursièrement toutefois, l'investisseur moyen a **obtenu de meilleures performances aux États-Unis qu'en Chine**, comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-dessous. Bien que les deux investisseurs aient bien commencé, le marché américain a été moins volatil et a généré de bien meilleures performances depuis 2021. Le marché américain a d'abord enregistré un rebond notable après le COVID, puis a été pénalisé pendant la poussée inflationniste de 2022, mais a ensuite rebondi fortement, soutenu par une économie stable, la stabilisation des taux d'intérêt et l'essor des actions technologiques. À l'inverse, le marché chinois semble avoir souffert d'un cas grave de COVID de longue durée, exacerbé par une crise immobilière et des problèmes de confiance depuis 2021.

¹ PIB par habitant, PPA (dollars (USD) internationaux courants) - Chine | données (worldbank.org)

² Les pays riches atteignent un niveau record de développement humain alors que la moitié des pays les plus pauvres ont régressé, selon le Programme des Nations Unies pour le développement | Programme des Nations Unies pour le développement (undp.org)

³ Measuring America: 10 Years and Counting - Measure of America: Un programme du Social Science Research Council

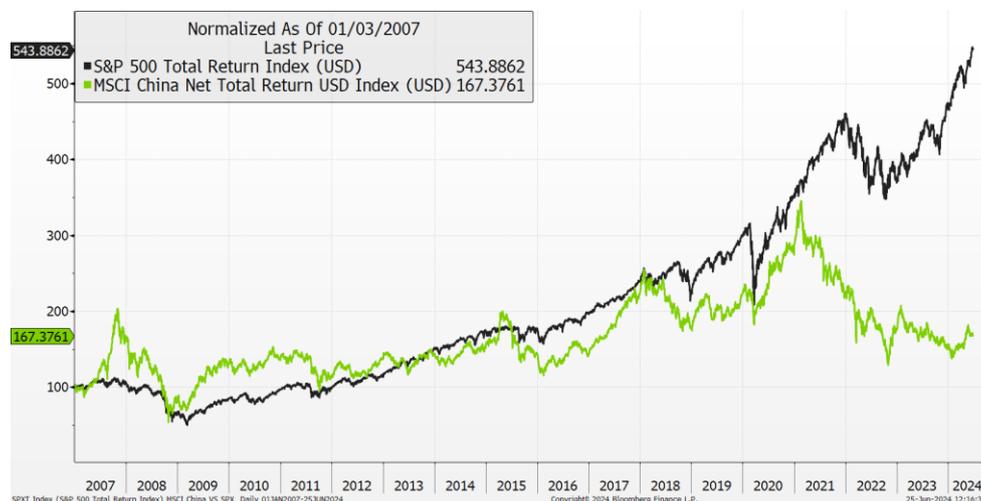


Figure 2 – Performance du S&P500 (en noir) par rapport à l'indice MSCI China (en vert) depuis 2007 – Source : Bloomberg

La comparaison des États-Unis et de la Chine nous apprend déjà qu'une croissance économique solide ne se traduit pas nécessairement par de bonnes performances boursières. S'il est vrai que la croissance économique tend à être une condition préalable aux performances des marchés actions, et qu'une économie en mauvaise santé comme celle du Japon dans les années 90 n'aide en rien leur bourse nationale, d'autres facteurs sont nécessaires pour avoir une bourse performante. Après plusieurs décennies d'investissements, nous avons constaté que des bourses performantes nécessitent **un alignement entre les actionnaires et la direction, une bonne gouvernance d'entreprise** ainsi qu'un **alignement entre le marché actions et la société dans son ensemble**. Si la société dans son ensemble n'est pas impliquée en bourse, sa performance n'aura d'impact que sur un nombre limité d'actionnaires. Les pires exemples de destruction de la valeur des actions résultent généralement de situations dans lesquelles la rémunération et le statut des cadres dirigeants n'ont **aucun rapport avec la performance des actions à long terme de l'entreprise qu'ils gèrent**. Par le passé, la plupart des entreprises japonaises avaient tendance à avoir des participations croisées pour se contrôler mutuellement, ce qui limitait la restructuration et protégeait les dirigeants des investisseurs activistes désireux de remettre en cause le statu quo. Jusqu'à récemment, l'État français était beaucoup trop impliqué dans la gestion des grandes entreprises et il existait une certaine porosité entre les cabinets ministériels et la direction/les conseils d'administration des grandes entreprises. Des améliorations significatives ont été constatées au cours des dernières années. Espérons simplement que les élections françaises en cours n'anéantiront pas ces avancées. En Allemagne, les entreprises peuvent être fortement influencées par les syndicats, qui n'ont pas nécessairement le même intérêt que les actionnaires. Cela peut conduire à des budgets d'investissement excessifs et à une mauvaise allocation du capital. En Italie, de puissantes familles ont utilisé des pyramides de holdings pour contrôler de grandes entreprises publiques avec de petites participations, potentiellement au détriment des actionnaires minoritaires. La Corée du Sud a connu son lot de pratiques douteuses dans la gouvernance de sociétés cotées. De riches et puissantes familles confrontées à des droits de succession parmi les plus élevés de l'OCDE (plus de 50%) ont eu recours à des restructurations d'entreprises très créatives pour éviter une partie de ces impôts dans le cadre de successions. Le processus consistait généralement à conclure un contrat exceptionnellement lucratif pour une entreprise contrôlée par les héritiers d'un chaebol (conglomérat coréen), à augmenter considérablement sa capitalisation boursière et à la fusionner ensuite cette succursale avec la société mère. Ces montages trompaient le Trésor sud-coréen mais également les actionnaires minoritaires des sociétés mères. Elles ont aussi eu un impact délétère sur le rendement du capital, faussé les marchés des capitaux et, en fin de compte, se sont traduites par des performances en demi-teinte de la bourse locale. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, la performance de la bourse coréenne (en vert ci-dessous) a été désastreuse par rapport à celle des États-Unis depuis 2012 et ce, malgré une économie nationale forte et certaines entreprises de renommée mondiale comme Hyundai et Samsung.

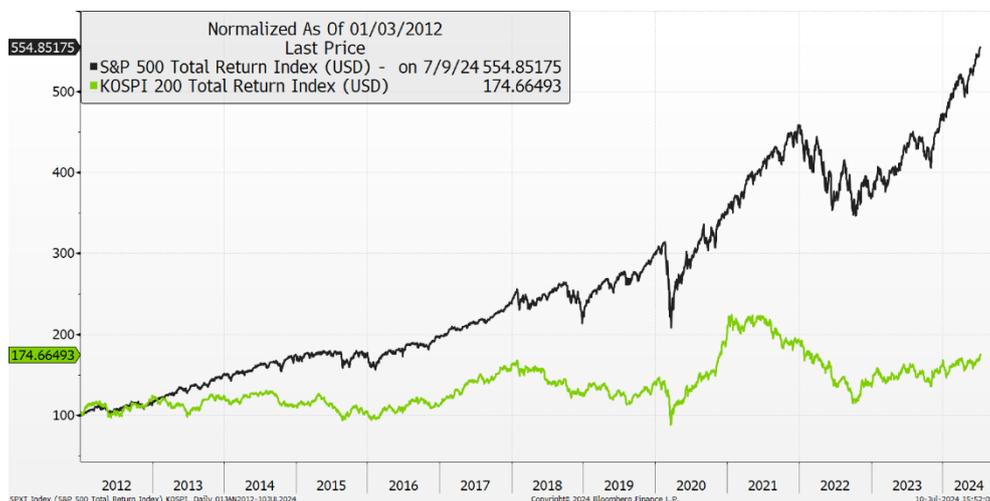


Figure 3 – Performance du S&P500 (en noir) par rapport à l'indice coréen KOSPI 200 (en vert) depuis 2007 – Source : Bloomberg

Les entreprises américaines peuvent également avoir des problèmes de gouvernance et le système n'est pas sans failles. Toutefois, un régulateur sophistiqué, des fonds activistes, des fonds géants de private equity, un système judiciaire strict et un système politique et une presse libres permettent d'assurer une allocation efficace des capitaux et d'éviter que les actionnaires minoritaires ne soient trompés. Une autre caractéristique du système américain est la **détention relativement répandue d'actions** dans les portefeuilles et les plans d'épargne retraite des particuliers (401k). Aujourd'hui, plus de 60% des Américains possèdent des actions⁴, une proportion relativement constante qui n'a jamais chuté en dessous de 50% au cours des dernières décennies, même pendant les points bas qui ont suivi la crise financière de 2009. Plus important encore, l'épargne-retraite d'une grande partie des Américains repose sur des investissements en actions. Dans ces conditions, les deux principaux partis politiques aux États-Unis, malgré leurs désaccords profonds, soutiennent aujourd'hui largement le système capitaliste et le marché boursier.

L'une des évolutions positives pour les investisseurs mondiaux ces dernières années a été l'adoption à une échelle plus large de certaines pratiques boursières. La Chine, qui n'avait pas de bourse avant les années 1990, a maintenant des marchés de capitaux très avancés et quelques entreprises de classe mondiale. Toutefois, sous Xi Jinping, l'État a réaffirmé son pouvoir, ce qui n'est pas nécessairement en ligne avec les intérêts des actionnaires. En ce qui concerne la bourse japonaise, qui a enregistré des performances calamiteuses entre 1990 et 2015, nous constatons depuis quelques années des améliorations significatives qui mettent l'accent sur le retour sur investissement. Ces améliorations, combinées à la dépréciation du yen, se traduisent par une bien meilleure performance du marché actions. Le risque est qu'il ne s'agisse que d'un sursaut temporaire. Le NIKKEI 225 a généré des performances boursières similaires à la bourse américaine entre 2015 et 2020 mais a sous-performé depuis lors.

⁴ <https://www.statista.com/chart/30224/share-of-americans-who-own-stock/>

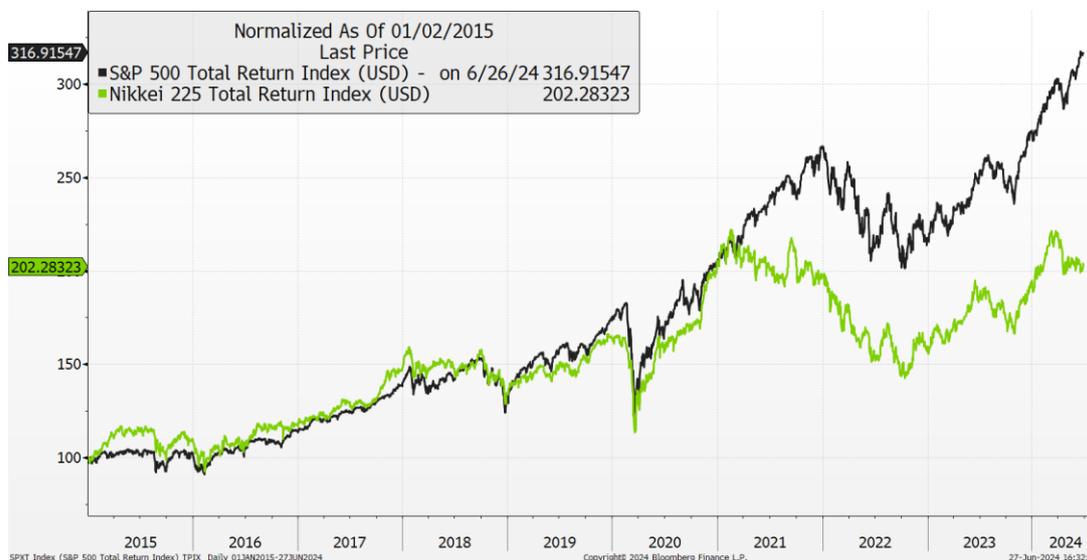


Figure 4 – Performance du S&P500 (en noir) par rapport au NIKKEI 225 (en vert) depuis 2015 – Source : Bloomberg

En conclusion, l'importance de la pondération du marché actions américain dans les indices mondiaux n'est pas nécessairement un problème. Il bénéficie d'un certain nombre de facteurs positifs : une économie intérieure très forte, une culture entrepreneuriale, une ouverture aux talents mondiaux et une culture de création de valeur pour les actionnaires. D'autres pays partagent certaines de ces caractéristiques. La génération actuelle d'entrepreneurs chinois, comme leurs homologues américains, sont capables de construire des entreprises mondiales exceptionnelles. En revanche, les dirigeants chinois au pouvoir ont des sentiments mitigés concernant la création de richesse, cultivent la culture du secret et présentent un penchant vers l'autoritarisme. L'Europe bénéficie d'un État de droit fort, d'une société libre, ouverte et bien éduquée. Par contre, elle est vieillissante, fait face à des difficultés économiques importantes et n'a pas toujours une attitude favorable aux capitalistes. Tout n'est cependant pas parfait aux États-Unis pour les investisseurs en bourse. L'indice est majoritairement dominé par une poignée de titres technologiques, le déficit public américain est problématique et les guerres commerciales pourraient refaire surface et raviver l'inflation. Chez TreeTop, nous sommes heureux de détenir une partie importante de nos investissements en actions américaines. Cela dit, nous cherchons également à diversifier certains des risques, grâce à notre stratégie S&P500 Buyback Free Cash Flow par exemple, qui est davantage exposée aux actions « value ». Nous continuons également de trouver en dehors des États-Unis des entreprises qui ont adopté certaines des meilleures pratiques américaines, et qui, dans certains cas se traitent avec des décotes très importantes. En général, nous continuons de privilégier une approche globale de l'investissement pour maximiser les performances potentielles et limiter les baisses si une région traverse une période particulièrement difficile⁵.

Nos convictions

Depuis la création de TreeTop Asset Management, nous nous demandons constamment si nous avons la bonne approche d'investissement. Nous avons toujours adopté une perspective mondiale et nous nous efforçons de repérer les meilleures opportunités, quel que soit l'endroit où elles se trouvent : actions et obligations japonaises dans les années 1980, actions coréennes dans les années 2000, chinoises et indiennes au cours des vingt dernières années, gestion de fonds à forte conviction et investissements passifs diversifiés à faible coût plus récemment. Nous n'avons jamais eu peur non plus de montrer du doigt les mauvais investissements, même si cela allait à l'encontre de l'« avis général ». Au cours des dernières années, nous avons une opinion négative concernant les obligations, malgré leur réputation d'instruments « sûrs » en Europe. Or, leur fiabilité a été mise à rude épreuve en 2022 et depuis, leur performance a été nettement inférieure à celle des actions mondiales. Nous étions, et sommes toujours, prudents en ce qui concerne l'immobilier et le private equity, car les investisseurs se sont habitués aux baisses de taux d'intérêt, et

⁵ Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

nous ne sommes pas sûrs que ces classes d'actifs seront en mesure d'offrir des rendements satisfaisants dans un environnement de taux d'intérêt stables ou en hausse. Nous avons toujours eu un avis favorable sur la bourse mondiale et les États-Unis devraient continuer d'être un marché porteur dans le futur, comme nous l'expliquons plus haut⁵. En revanche, nous sommes plus réservés à l'égard des méga-capitalisations technologiques américaines. Elles ont été les premières à franchir le seuil des \$1 000 milliards, puis celui des \$2 000 milliards et maintenant quelques-unes sont proches ou dépassent les \$3 000 milliards de capitalisation boursière. \$3 000 000 000 000, ou \$115 millions de capitalisation boursière par salarié, nous donnent une meilleure idée de l'ordre de grandeur de la valorisation de **NVIDIA**. Pour donner un ordre d'idée à nos lecteurs belges, une fluctuation de 15% de l'action **NVIDIA** pourrait ajouter ou effacer l'équivalent du PIB de la Belgique. La hausse actuelle présente une ressemblance avec la fin des années 1990, bien que contrairement à la bulle dotcom, au cours de laquelle les investisseurs payaient beaucoup trop cher pour des modèles économiques non éprouvés, le risque cette fois-ci réside davantage dans la capacité de ces entreprises technologiques à accroître leurs bénéfices assez rapidement et à maintenir des marges extrêmement élevées pendant des périodes prolongées. **TESLA**, pionnière des voitures électriques, constitue un bon exemple de ce qui peut arriver quand on paie beaucoup pour une excellente entreprise, mais que les attentes élevées ne se concrétisent pas. Dans un premier temps, la Société a enregistré une croissance exceptionnelle de ses bénéfices, car elle faisait figure de pionnière sur un nouveau marché. Toutefois, la concurrence a fini par la rattraper et/ou la croissance du marché s'est révélée décevante, ce qui a entraîné une correction importante de l'action.

Compte tenu de la pondération croissante des géants technologiques américains dans les indices mondiaux, nous avons cherché au cours des deux dernières années des stratégies d'investissement qui offraient d'excellentes performances et qui permettaient d'écarter ce risque par le biais de la diversification. Après 18 mois de recherches, nous avons trouvé l'indice S&P500 Buyback Free Cash Flow. Nous vous renvoyons à notre dernière lettre, qui fournit tous les détails sur le fonctionnement de la stratégie et explique pourquoi nous pensons qu'elle est en mesure de générer des performances positives régulières dans le temps. Depuis le début de l'année, la stratégie est en hausse de plus de 10%, une progression qui, bien qu'elle soit légèrement inférieure à celle du S&P500, reste bien meilleure que celle de l'indice « value » S&P500, en hausse de seulement 4%, ou que celle de l'indice S&P500 ex-Technology, en hausse d'environ 6% sur l'année. Il est intéressant de noter que la stratégie d'investissement continue d'ajuster considérablement les pondérations de ses investissements, en fonction des indicateurs de flux de trésorerie disponible et des ratios de rachat d'actions. Au début de l'année, la stratégie était fortement exposée aux raffineurs de pétrole et de gaz et aux actions énergétiques américaines. Lors de son dernier rééquilibrage, aucune des cinq positions les plus importantes ne se trouve dans le secteur de l'énergie et les plus grosses positions sont :

- **DECKERS OUTDOOR CORP (capitalisation boursière de \$25 milliards)** : une entreprise américaine de prêt-à-porter de marque spécialisée dans les chaussures de plein air et propriétaire de la marque UGG de chaussures de luxe en peau de mouton.
- **WELLS FARGO (capitalisation boursière de \$205 milliards)** : l'une des plus grandes banques de détail aux États-Unis.
- **ARCHER-DANIELS-MIDLAND (capitalisation boursière de \$30 milliards)** : l'un des principaux gérants mondiaux de la chaîne d'approvisionnement agricole et fournisseur leader de nutrition humaine et animale dans plus de 190 pays.
- **PAYPAL HOLDINGS (capitalisation boursière de \$61 milliards)** : plate-forme technologique qui permet les paiements numériques et mobiles pour le compte des consommateurs et des commerçants.
- **ULTA BEAUTY (capitalisation boursière de \$18 milliards)** : le plus grand détaillant de produits de beauté aux États-Unis.

Le point commun de ces entreprises est qu'elles sont capables de générer des flux de trésorerie disponibles importants **ET** que leurs équipes de direction respectives ont engagé d'importants rachats d'actions, car elles estiment que leurs titres sont sous-évalués. Les flux de trésorerie disponibles déterminent en fin de compte la valeur d'une action, qui représente la trésorerie disponible pour rémunérer les actionnaires après la prise en compte de l'ensemble des coûts, y compris des investissements en capital. Ce seul critère n'est cependant pas suffisant dans la sélection de titres car un flux de trésorerie disponible élevé (prix/flux de trésorerie disponible), même s'il est généralement intéressant, ne tient pas compte de l'avenir ni de la pérennité de ces flux de trésorerie. C'est à ce niveau que la stratégie ajoute

d'autres filtres, notamment en achetant exclusivement des **actions de moyennes et grandes capitalisations américaines**. Comme nous l'avons évoqué dans notre section précédente, le marché actions américain a tendance à générer de meilleures performances et à être plus efficace que d'autres marchés. Il est également fortement réglementé, ce qui réduit la probabilité de fraudes comptables par rapport à d'autres marchés. Les **rachats d'actions** sont également un indicateur clé de confiance, car ils indiquent que l'équipe de direction estime que les actions sont sous-évaluées.

L'un des problèmes majeurs de l'investissement réside dans les **pondérations**, c'est-à-dire la part de votre patrimoine total que vous devez allouer à un investissement spécifique. Les indices sont généralement soit **pondérés par capitalisation boursière**, ce qui signifie que les plus grandes entreprises comme **Microsoft** et **NVIDIA** ont un impact potentiel plus important sur les performances, soit **équipondérés**, ce qui signifie que chaque entreprise a la même pondération dans un indice. Aucune des deux méthodes n'est totalement satisfaisante, car la première risque d'allouer beaucoup de capital à de très grandes sociétés qui pourraient être surévaluées, tandis que la seconde risque de placer trop d'argent dans de petites entreprises. Les **stratégies d'investissement véritablement actives** (et non les « index huggers » qui sont en réalité des stratégies indicielles passives sous couvert de gestion active) s'efforcent d'être meilleures dans leur pondération et la majorité de leur portefeuille est investi dans des valeurs présentant le potentiel le plus élevé. Néanmoins, les gérants actifs sont pénalisés par nos limites humaines et ne peuvent jamais être totalement objectifs. C'est la raison pour laquelle une stratégie quantitative comme le S&P500 Buyback Free Cash Flow est intéressante, car elle complète le jugement humain avec des indicateurs quantitatifs pour tenter de générer des performances régulières au fil du temps⁶.

Comme toujours, l'équipe TreeTop reste à votre disposition pour répondre aux questions que vous pourriez vous poser et vous souhaite des investissements fructueux.

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 juin 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.

⁶ Aucune garantie de résultat ou de performance.