



## Lettre des gestionnaires 3<sup>e</sup> Trimestre 2024

*Jacques Berghmans et Félix Berghmans*

### Conjoncture économique et boursière

Après un solide premier semestre, les trois derniers mois ont été plus volatils et des fractures sont apparues dans certains segments du marché boursier mondial. Parmi les sources de volatilité figurent les grandes entreprises technologiques américaines qui ont subi des pertes importantes durant l'été, suscitées par des doutes émergents quant au caractère durable du boom de l'intelligence artificielle. Compte tenu de la concentration des indices actions mondiaux observée ces dernières années, le vacillement de quelques valeurs de poids comme **NVIDIA**, **APPLE** ou **MICROSOFT** peut avoir un impact mondial.

Nous ne sommes manifestement pas les seuls à avoir remarqué la concentration croissante des marchés actions mondiaux. Le fournisseur d'indices MSCI a récemment mené une étude sur la question, les dix premiers titres du MSCI ACWI représentant aujourd'hui une part historiquement élevée d'environ 20 % (cf. graphique ci-dessous).

*Titre : Les marchés boursiers mondiaux sont de plus en plus concentrés*  
*Poids des 10 plus grosses valeurs du MSCI ACWI (%)*

Global stock markets are increasingly concentrated

Weight of the 10 largest stocks in the MSCI ACWI (%)

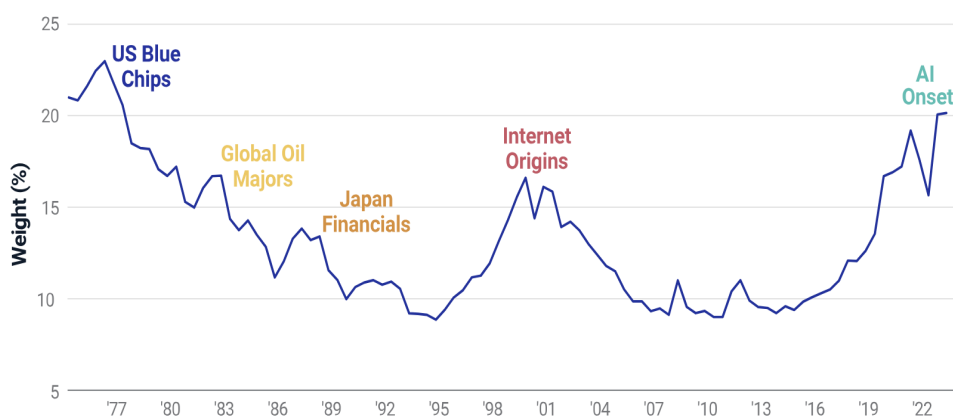


Source: MSCI  
© FT

L'étude s'est penchée sur le passé et a identifié quatre autres périodes au cours desquelles l'indice mondial a connu de hauts niveaux de concentration : (1) le boom des valeurs vedettes américaines (également appelé Nifty Fifties<sup>1</sup>) à la fin des années 70, (2) le boom pétrolier au début des années 80, (3) la bulle financière japonaise à la fin des années 80, et (4) le boom Internet à la fin des années 90 (cf. graphique ci-dessous).

*Titre : Aujourd'hui, les 10 plus grandes entreprises représentent un cinquième de la capitalisation du marché*

**Today's 10 largest firms account for a fifth of the market's capitalization**



*Point-in-time weight of the top 10 stocks in the MSCI World Index from December 1974 through July 2023. Labels represent periods of elevated market concentration. Weight is based on a security's free-float market capitalization. Current concentration is as of July 31, 2023.*

Comme aujourd'hui, ces périodes ont vu l'émergence d'entreprises de taille colossale avec, dans certains cas, la conviction selon laquelle les actions de la plus haute qualité pouvaient s'échanger à quasiment « n'importe quel prix ». Le marché ne s'est cependant pas toujours trompé. Plusieurs entreprises sont restées au sommet pendant plusieurs décennies en affichant des performances boursières appréciables au fil des années. **IBM** et **Exxon** ont par exemple figuré dans le top 10 des entreprises les plus valorisées pendant plus de 30 ans et restent aujourd'hui d'excellentes entreprises, même si leur valeur est nettement inférieure à celle de sociétés comme **APPLE** et **MICROSOFT**. Il est intéressant de noter qu'à chaque époque, la plupart de ces entreprises de grande valeur étaient américaines. Seules neuf entreprises sur cinquante ne l'étaient pas et toutes ces entreprises non américaines n'ont atteint le sommet qu'une seule fois, contrairement à leurs homologues américaines qui sont parfois restées au sommet pendant plusieurs décennies en termes de valeur.

*Titre : Les dix plus grosses valeurs mondiales sur cinq périodes de marché*

**Ten largest stocks in the World through five market eras**

1970s US Blue Chips	1980s Global Oil Majors	1990s Japan Financials	2000s Internet Origins	2023 AI Onset
IBM	IBM	Industrial Bank Of Japan	Microsoft Corp	Apple
AT&T	Exxon Corp	Sumitomo Bank	General Electric	Microsoft Corp
Exxon Corp	AT&T	Fuji Bank	Cisco Systems	Amazon.Com
General Motors	Standard Oil Indiana	Daichi Kangyo Bank	Wal-Mart Stores	Nvidia
Eastman Kodak	Standard Oil Ohio	Exxon Corp	Exxon Corp	Alphabet A
General Electric	Standard Oil California	General Electric	Intel Corp	Tesla
Sears Roebuck	BP	Tokyo Electric Power	Lucent Technologies	Alphabet C
Standard Oil Indiana	Atlantic Richfield	IBM	Nokia Corp	Meta Platforms A
Dow Chemical	General Electric	Toyota Motor	NTT Corp	Unitedhealth Group
P&G	General Motors	AT&T	Deutsche Telekom	JPMorgan Chase

*Ten largest securities by weight in the MSCI World Index as of month-end December 1976, November 1980, December 1989, December 1999 and July 2023.*

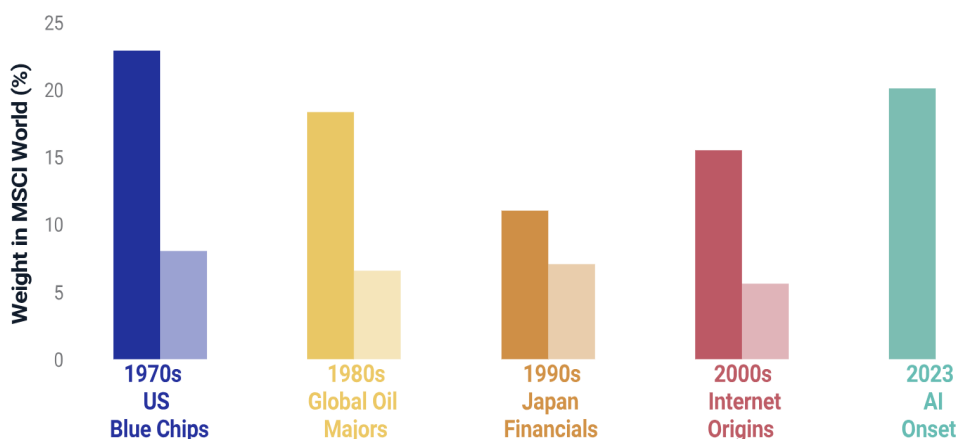
<sup>1</sup> Nifty Fifty - Wikipedia

Être au sommet ne signifie pas pour autant rester pertinent éternellement. **General Motors, Eastman Kodak, Nokia** et **Sears Roebuck** ont par exemple fini par déposer leur bilan. Un certain nombre de sociétés comme **Standard Oil Indiana** ont été absorbées au sein de nouvelles entités et la plupart des valeurs présentes dans les classements précédents ont depuis enregistré des performances décevantes.

En tant qu'investisseur, prendre du recul n'a de valeur que si l'on peut tirer les bons enseignements de l'histoire et les transformer en prévisions. L'un des enseignements que l'on peut tirer est qu'il semble très difficile de rester au sommet. En tant que groupe (cf. graphique ci-dessous), les dix entreprises les plus valorisées ont toujours sous-performé le marché boursier mondial durant la décennie qui a suivi. L'une des raisons probables est que derrière chaque **MICROSOFT** se cache un **NOKIA** et qu'il est difficile de maintenir une entreprise dans une position dominante et extrêmement rentable, mais qu'il est encore plus difficile de la faire prospérer. C'est pourquoi, chez TreeTop, nous pensons qu'il est important de diversifier certains de ces risques de concentration.

*Titre : Les leaders de chaque époque affichaient un poids inférieur sur le marché dix ans plus tard*

**Leaders from each era had a smaller market weight a decade later**



*Darker shades indicate weight of 10 largest stocks at peak concentration (dates noted above). Lighter shades indicate weight of the same 10 securities one decade later.*

L'un des moyens d'y parvenir est d'adopter une **approche globale** de l'investissement. Au cours des cinq dernières années, le marché boursier américain a été plus performant que celui de la plupart des autres pays, mais cela ne veut pas dire que ce sera toujours le cas. Plusieurs économies, comme celles de l'Asie du Sud-Est et de l'Inde, continuent de croître bien plus rapidement que l'économie américaine. En dépit de ses problèmes structurels, l'économie chinoise reste la deuxième au monde et compte des entreprises de classe mondiale. L'Europe, bien que confrontée à des défis importants, compte également quelques joyaux. Il y a quelques semaines, nous avons effectué un voyage de trois semaines en Chine et à Hong Kong, où nous avons rencontré plusieurs entreprises asiatiques. Par coïncidence, il se peut que nous ayons eu la chance d'arriver au moment où le marché des actions chinoises atteignait son niveau plancher, au vu des performances extrêmement solides enregistrées ces derniers jours. Bien que le pays soit confronté à de sérieux problèmes, comme le vieillissement rapide de la société, les retombées d'une bulle immobilière colossale et un gouvernement autoritaire, nous sommes repartis avec l'idée que certaines des meilleures entreprises chinoises sont extrêmement bon marché et qu'elles ont développé une mentalité aguerrie après cinq années de crise. Elles sont extrêmement compétitives par rapport à leurs homologues occidentales et pourraient réserver de belles surprises dans les prochaines années.

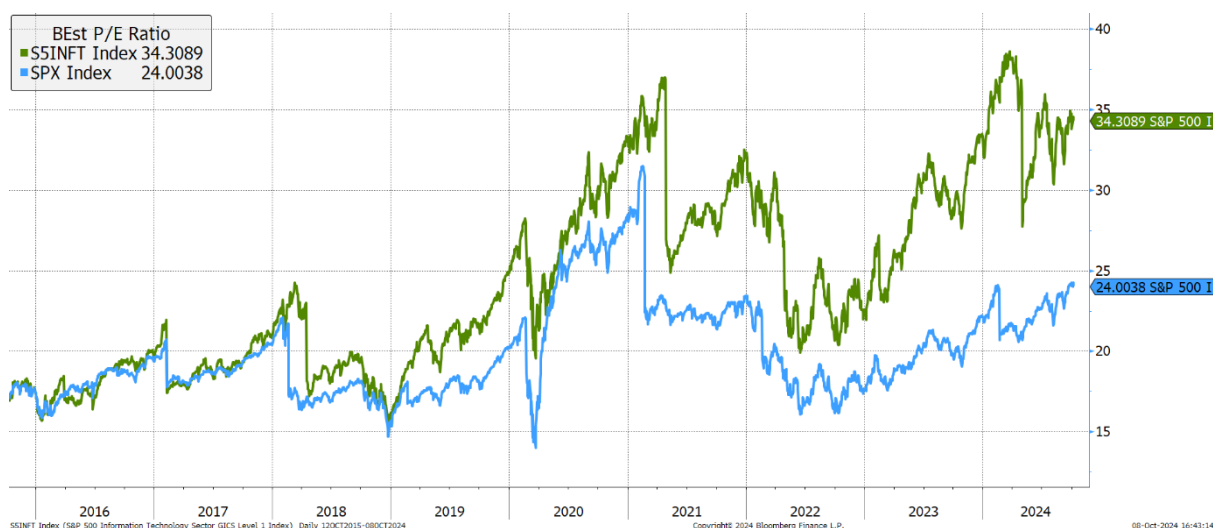
Contrairement à la perception occidentale selon laquelle les subventions publiques, la mauvaise allocation des capitaux et la piètre qualité des produits sont monnaie courante, les meilleures entreprises chinoises peuvent être très habiles et audacieuses. Un exemple intéressant est celui de **XIAOMI**, qui a commencé par proposer des smartphones et des appareils électroménagers bon marché avant de devenir un conglomérat technologique ces dernières années. Contrairement à **APPLE**, qui aurait dépensé 10 milliards de dollars sur dix ans en R&D sur les voitures électriques sans obtenir aucun résultat, **XIAOMI** en a dépensé une fraction pour concevoir, produire et lancer une voiture dont les journalistes occidentaux ne tarissent pas d'éloges (**Xiaomi primed to start deliveries of SU7 electric**

sports saloon | Autocar). Plus important encore, et contrairement à la plupart des constructeurs asiatiques et occidentaux de voitures électriques, l'entreprise affiche déjà des marges brutes satisfaisantes.

Les entrepreneurs chinois se sont également aventurés au-delà de leur bastion traditionnel de l'électronique grand public et des véhicules électriques. Des entreprises comme **TIKTOK**, détenue par la société chinoise ByteDance, ou **SHEIN** deviennent des concurrents importants dans le domaine des médias sociaux et de l'e-commerce. Même dans des secteurs traditionnels comme l'exploitation minière, des sociétés comme **ZIJIN** ont surperformé leurs homologues occidentales ces dernières années et sont en train de remodeler les industries mondiales ([China's Fast-Growing Copper Champion Is Reshaping Global Metal Supply - Bloomberg](#)). Comme dans l'électronique, ces entreprises agissent rapidement, ont une base de coûts peu élevée par rapport aux entreprises occidentales et donc un retour sur investissement et des taux de croissance plus élevés que leurs homologues occidentales.

Nous ne conseillons certes pas d'accroître massivement notre exposition au marché actions chinois et à d'autres marchés asiatiques et européens, mais une exposition à ces marchés nous semble pertinente.

Un autre moyen de réduire le risque de concentration excessive sur les grandes valeurs technologiques consiste à rechercher des stratégies d'investissement surpondérant les titres qui présentent un potentiel de valorisation important. L'économie américaine continuera selon nous à donner naissance à des entreprises exceptionnelles, mais nous tenons en même temps à éviter ses pans les plus onéreux. Depuis début 2021, le marché américain dans son ensemble (SPX BEST-PE, courbe bleue sur le graphique ci-dessous) s'est déprécié tandis que les multiples de valorisation des valeurs technologiques américaines sont proches de leurs sommets historiques (SP Information Technology BEST-PE, courbe verte ci-dessous).



Source : Bloomberg

Il y a deux ans, nous avons lancé une stratégie d'investissement basée sur les rachats d'actions effectués par de grandes entreprises américaines et nous observons avec satisfaction que les performances de cette stratégie sont comparables à celles du marché américain depuis son lancement, alors même que nous ne détenons pas certains des titres les plus porteurs comme **NVIDIA**. La stratégie a également su résister aux périodes difficiles, comme au début de la guerre entre la Russie et l'Ukraine ou lors de la crise de confiance en l'IA (un événement certes mineur en comparaison) survenue durant l'été. Comme nous l'expliquons dans la section ci-dessous, la stratégie a continué à enregistrer de belles performances ces derniers mois en faisant preuve d'agilité sans trop se concentrer sur un secteur spécifique.

L'équipe TreeTop reste à votre disposition pour toute question éventuelle et vous souhaite beaucoup de succès dans vos projets d'investissement.

## Nos convictions

L'indice S&P 500 Share Buyback FCF Total Return (indice SPBUYFUT) a progressé de 2,6 % en euros au 3e trimestre, surperformant l'indice S&P 500 Total Return (indice SPXT) qui, pour sa part, a progressé de 1,8 % en euros.

Titre : Performance au T3 2024



Source : Bloomberg

Les principales contributions à la performance de la stratégie au cours du trimestre ont été apportées par **PayPal**, l'un des leaders du paiement électronique avec 426 millions de comptes actifs sur plus de 200 marchés, **Lowe's**, le numéro deux mondial du bricolage avec 1 745 points de vente répartis dans les 50 états américains, et **HCA**, l'un des principaux prestataires de services de santé aux États-Unis, qui compte 185 hôpitaux et 125 centres de chirurgie ambulatoire.

- **PayPal Holdings (PYPL US Equity ; capitalisation boursière 78 Md\$)** : Le titre PayPal a progressé de 34 % au 3e trimestre. Ces dernières années, le titre a connu des difficultés en raison des inquiétudes concernant la concurrence et la direction a été contrainte de revoir à la baisse ses prévisions. Toutefois, la société semble avoir franchi un cap sous la houlette du nouveau PDG. PayPal a relevé ses prévisions de bénéfices annuels pour la deuxième fois en juillet et augmenté ses rachats d'actions.
- **Lowe's Companies (LOW US Equity ; capitalisation boursière 154 Md\$)** : Le titre Lowe's a progressé de 23 % au 3e trimestre. L'enseigne de bricolage a bénéficié d'un regain de confiance à l'égard du chiffre d'affaires du secteur du logement et donc des dépenses de rénovation. Les taux des prêts immobiliers aux États-Unis ont reculé à un peu plus de 6 % en septembre, alors qu'ils avaient atteint un sommet d'environ 7,2 % en mai. Les ventes annualisées de logements existants aux États-Unis sont restées déprimées en août à environ 3,9 millions, un chiffre nettement inférieur au pic d'environ 6,6 millions enregistré début 2021.
- **HCA Healthcare (HCA US Equity ; capitalisation boursière 105 Md\$)** : Le titre HCA a progressé de 27 % au 3e trimestre. Le taux d'occupation des hôpitaux reste élevé et la croissance des volumes devrait rester soutenue sous l'effet du vieillissement de la population et des innovations technologiques. La croissance est particulièrement forte cette année, les prévisions de croissance des volumes de 4 à 6 % de HCA étant largement supérieures à leur objectif à long terme de 2 à 3 %.

Les plus gros freins à la performance de la stratégie au cours du trimestre ont été **McKesson**, l'un des plus grands distributeurs pharmaceutiques aux États-Unis, **Deckers Outdoor**, propriétaire de la marque emblématique de chaussures haut de gamme en peau de mouton UGG, et **Valero Energy**, un important raffineur de pétrole et de gaz aux États-Unis.

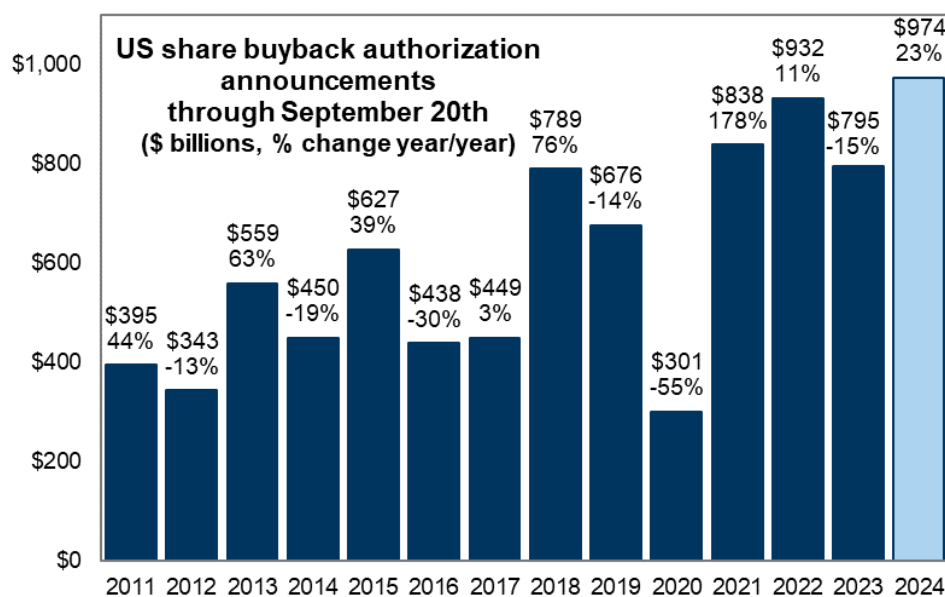
- **McKesson Corporation (MCK US Equity ; capitalisation boursière 64 Md\$)** : Le titre McKesson a cédé 15 % au 3e trimestre. Le grossiste pharmaceutique a été mis à mal, la direction ayant abaissé en deçà des attentes ses

prévisions pour le trimestre à venir et l'un de ses concurrents ayant évoqué des difficultés concernant les produits liés au Covid. La révision à la baisse des prévisions de la direction à court terme a également amené les investisseurs à s'interroger sur la viabilité de ses objectifs à long terme.

- **Deckers Outdoor Corporation (DECK US Equity ; capitalisation boursière 24 Md\$)** : Le titre Deckers a cédé 1 % au 3e trimestre. Le fabricant de chaussures de sport Hoka et de bottes Ugg a été mis à mal, les données indiquant un ralentissement des ventes des chaussures Hoka Clifton, l'un de ses produits phares. De manière plus générale, le secteur de la chaussure et de l'habillement a été à la peine après la publication, fin juin, des résultats inférieurs aux attentes de Nike pour le quatrième trimestre et la révision à la baisse de ses prévisions pour l'année suivante.
- **Valero Energy Corporation (VLO US Equity ; capitalisation boursière 43 Md\$)** : Le titre Valero Energy a cédé 14 % au 3e trimestre. Les marges de raffinage restent faibles dans l'ensemble du secteur et les analystes se montrent moins confiants dans les perspectives pour 2025 compte tenu de l'augmentation des capacités de production et de la demande plus faible que prévu.

Nous restons convaincus que la stratégie peut générer une surperformance régulière<sup>2</sup> sur l'ensemble des cycles d'investissement. Historiquement, la stratégie a produit des résultats exceptionnels et la poursuite de la croissance des autorisations de rachat d'actions aux États-Unis depuis le début de l'année nous semble encourageante dans la mesure où elle indique que les entreprises génèrent d'importants flux de trésorerie et que leurs équipes de direction estiment que leurs actions sont sous-évaluées.

*Titre : Annonces d'autorisations de rachat d'actions aux États-Unis jusqu'au 20 septembre (en milliards de dollars, variation annuelle en %)*



Source : Goldman Sachs

<sup>2</sup> Aucune garantie de résultat ou de performance

---

*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 30 septembre 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.*

---