



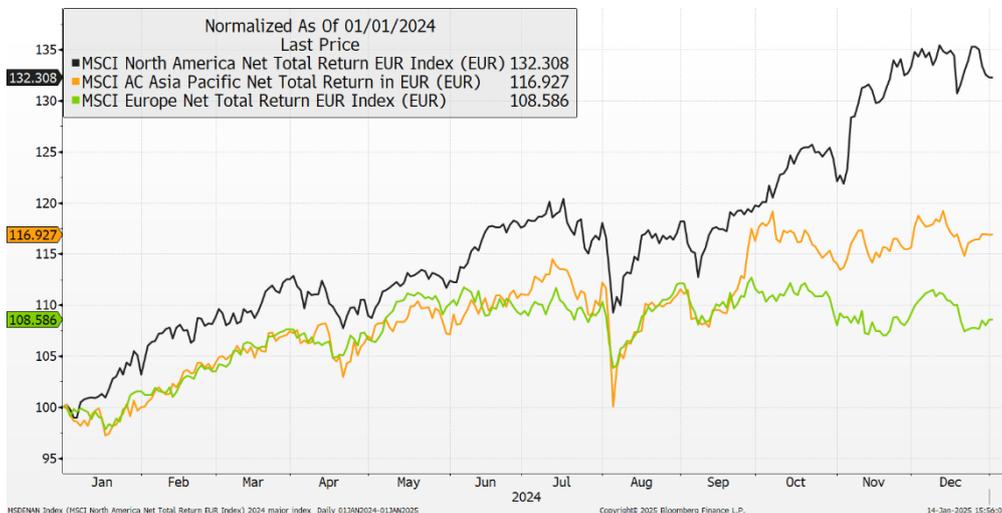
## Lettre des gestionnaires 4<sup>e</sup> Trimestre 2024

*Jacques Berghmans et Félix Berghmans*

### Conjoncture économique et boursière

L'année 2024 a été un nouvel excellent millésime pour les investisseurs en actions mondiales, l'indice MSCI ACWI ayant progressé d'un peu plus de 20 % sur l'année. Si l'excellente performance a été largement tirée par le marché boursier américain, et en particulier par un secteur technologique en plein essor, la plupart des zones géographiques se sont bien comportées, le MSCI Europe et le MSCI Asia Pacific progressant d'environ 9 % et 17 % sur l'année (réinvestissement des dividendes inclus). Les meilleures performances sont à mettre au compte de l'indice NASDAQ américain, à forte intensité technologique, en hausse de près de 30 % sur l'année, et du marché actions taïwanais, en hausse de plus de 40 % ! Il y a toutefois eu quelques exceptions à ce tableau optimiste, la France générant une performance boursière quasi nulle cette année et la Corée du Sud accusant une baisse d'un peu moins de 10 %.

Normalisé au 01/01/2024 Dernier cours



Graphique 1 Source Bloomberg

Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, l'essentiel de cette bonne performance a été porté par la croissance des bénéfices (en vert foncé) mais aussi par la réévaluation des multiples de valorisation (en vert clair), en particulier le marché américain.

## Performance totale en 2024 (\$)



Graphique 2 Source Bloomberg

Trois tendances majeures ont influencé les marchés actions mondiaux au cours de l'année écoulée. Tout d'abord, après une stabilisation de l'inflation dans le monde occidental en 2023, l'inflation a fortement reculé en 2024, permettant à la banque centrale américaine (« FED ») et à la banque centrale européenne (« BCE ») d'abaisser les taux d'intérêt à plusieurs reprises. Deuxièmement, deux transformations technologiques majeures ont dopé les performances des actions mondiales : l'adoption massive de médicaments contre l'obésité (Ozempic, Wegovy...) par les patients aux États-Unis et, dans une moindre mesure dans le reste du monde, et la nette accélération des investissements dans l'intelligence artificielle (« IA »). La troisième et dernière tendance majeure à avoir affecté les marchés actions mondiaux a été l'instabilité politique et économique en Europe et la victoire de Donald Trump à la présidentielle des États-Unis.

L'une des évolutions les plus marquantes de 2024 sur le plan économique a été la baisse de l'inflation en Europe et aux États-Unis, permettant aux banques centrales d'entamer des baisses de taux. Une inflation élevée est problématique quelle que soit l'économie car elle détruit l'épargne, amenuise la confiance dans l'économie et rend la planification économique difficile pour les entreprises, les ménages et les gouvernements. Compte tenu des dangers macroéconomiques d'une inflation élevée, une banque centrale bien gérée tentera toujours de combattre cette inflation, avant qu'elle ne dérape. L'inflation peut en effet s'auto-alimenter et laisser une économie en grande difficulté, si elle n'est pas maîtrisée (exemple de l'Allemagne avant la Seconde Guerre mondiale ou de l'Argentine plus récemment). Malheureusement, les banques centrales ont peu d'outils à leur disposition et s'appuient principalement sur des hausses de taux d'intérêt qui, bien qu'elles parviennent généralement à lutter contre les prix, peuvent avoir des retombées indésirables. Si nous étions médecins, nous pourrions dire que l'inflation s'assimile à un « cancer » économique et que relever les taux d'intérêt s'apparente à une « chimiothérapie », un traitement qui est certes très désagréable, mais efficace. L'un des principaux objectifs d'avoir des taux d'intérêt élevés consiste à réduire la « demande globale » et à « ralentir une économie ». Les économistes ont tendance à utiliser des termes obscurs et des euphémismes, mais cela signifie fondamentalement « faire en sorte que tout le monde soit plus prudent et plus pauvre pour que l'économie n'implose pas ». L'autre effet indésirable de la hausse des taux d'intérêt est qu'elle réduit la valeur des actifs financiers tout en réduisant la « valeur future de l'argent ». Avec un taux d'intérêt nul, la valeur théorique d'un euro l'an prochain est la même que celle d'aujourd'hui. Avec un taux d'intérêt de 5 %, un euro l'an prochain ne vaut que 95 centimes environ aujourd'hui. Compte tenu du fonctionnement des taux d'intérêt, il affecte également certains actifs plus que d'autres. Les « actions de croissance », c'est-à-dire, en règle générale, les sociétés qui présentent des perspectives de croissance élevées, mais peu de bénéfices et de flux de trésorerie à court terme, ont tendance à être davantage affectées par une baisse ou une hausse des taux d'intérêt, car la valeur de leurs actions provient des flux de trésorerie qui portent sur un avenir lointain. Ce n'est pas un hasard si le NASDAQ a fortement chuté en 2022, les taux d'intérêt ayant augmenté rapidement, et s'il a fortement rebondi en 2024 avec la baisse des taux d'intérêt.

La question à plusieurs milliers de milliards d'euros pour les investisseurs est de savoir quelle sera l'orientation des taux d'intérêt mondiaux après ces récentes baisses. Malheureusement, nous pouvons seulement affirmer que personne ne sait avec certitude où seront les taux d'intérêt dans les douze prochains mois ou dans les prochaines années. Nous pouvons cependant faire plusieurs observations. Tout d'abord, la période de taux d'intérêt extrêmement faible de la dernière décennie était très inhabituelle et ne devrait donc pas se reproduire. Deuxièmement, la FED a déjà indiqué qu'elle n'abaisserait pas davantage ses taux d'intérêt. Troisièmement, les rendements ont augmenté aux États-Unis ces derniers jours, le marché craignant une résurgence de l'inflation. Dans l'ensemble, il est peu probable que les taux d'intérêt baissent fortement à l'avenir, de sorte que le marché boursier devra être tiré par la croissance des bénéfices<sup>1</sup>. Si de nouvelles revalorisations sont peu probables, il sera plus important que jamais d'éviter les segments les plus tendus du marché.

L'essor de l'IA et l'adoption généralisée des médicaments amaigrissants aux États-Unis constituent d'autres évolutions significatives en 2024. Ce dernier point peut sembler anodin à nos lecteurs, mais la crise de l'obésité aux États-Unis est devenue si grave ces dernières années qu'elle a commencé à avoir des conséquences économiques majeures, qu'il s'agisse des coûts médicaux ou du recul de la participation au marché du travail. Contrairement à l'intelligence artificielle, dont l'impact est plus une promesse future qu'une réalité actuelle, l'émergence de ces médicaments pour la perte de poids génère déjà des milliards de dollars de ventes pour les groupes pharmaceutiques, aidant les personnes à maigrir et impactant les ventes d'aliments et d'alcool ainsi que les traitements contre le diabète et réduisant potentiellement la démence et les maladies cardiaques. L'impact global sur le marché boursier reste toutefois limité. L'émergence de ces médicaments ont fait d'**Eli Lilly** l'entreprise non technologique avec la plus grande valeur en bourse dépassant brièvement mille milliards de dollars de capitalisation boursière. Ces médicaments ont aussi dopé la croissance du PIB au Danemark, mais les implications pour les investisseurs sont beaucoup moins importantes que pour la société dans son ensemble.

2024 sera l'année où l'intelligence artificielle (« IA ») aura fait son entrée dans notre conscience collective, ChatGPT et OpenAI devenant des entités communément admises. Comme toute innovation majeure, l'intelligence artificielle existe depuis longtemps, mais n'avait pas encore été largement adoptée – comme Internet à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante. Pour les investisseurs, et contrairement aux médicaments destinés à perdre du poids, les répercussions sur le marché boursier ont été massives. Elle a fait entrer deux nouveaux membres au club des entreprises dépassant les trois mille milliards de dollars : **NVIDIA**, le fournisseur qui jouit du monopole des puces d'IA, et **Microsoft**, l'ancien fournisseur de logiciels qui s'est réinventé en tant que soutien précoce d'OpenAI, rejoignant **APPLE**, un peu à la traîne dans le domaine de l'intelligence artificielle, mais qui reste l'entreprise la plus valorisée au monde. Elle a également transformé l'acronyme FAANG en « Sept Magnifiques »<sup>2</sup> - composé des sept entreprises constituant une partie importante de la capitalisation boursière mondiale -, la plupart d'entre elles étant très actives dans l'« IA ». Comme le montre le graphique ci-dessous, la création de valeur pour les actionnaires de ce nouveau boom de l'IA a été massive. Depuis janvier 2023, les « Sept Magnifiques » ont accru la capitalisation boursière de plus de 10 000 milliards et valent désormais plus que l'ensemble du marché boursier européen.

---

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

<sup>2</sup> Les actions des « Sept Magnifiques » sont un groupe de méga-capitalisations qui tirent la performance du marché en raison de leur forte pondération dans les principaux indices boursiers. Il est constitué des valeurs suivantes : Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Tesla et Meta.

### Capitalisation boursière (milliards USD)



Graphique 3 Source Bloomberg

Alors que l'intelligence artificielle n'a pas encore transformé nos sociétés, au-delà d'inonder l'internet d'images douteuses ou de faire les devoirs des étudiants, elle a déclenché un boom massif des investissements dans les centres de données et la fabrication de puces électroniques. Elle a également déclenché une minivague de panique au sein des conseils d'administration de grandes entreprises, les obligeant à élaborer rapidement une « stratégie IA ». En tant qu'investisseurs à long terme, nous avons déjà traversé des montagnes russes similaires. Une question importante dans toute innovation majeure est de savoir quand les entreprises seront en mesure de construire des modèles économiques rentables, une question à laquelle il est extrêmement difficile de répondre. Parfois, l'innovation prend beaucoup plus de temps que prévu à se mettre en place, comme la conduite autonome, qui devait déjà être pleinement opérationnelle à l'heure actuelle. Bloomberg a récemment publié un article expliquant comment General Motors a investi 10 milliards de dollars ces dernières années dans la conduite autonome, mais que le groupe avait dû revoir ses ambitions à la baisse à la suite d'un mauvais accident avec un piéton<sup>3</sup>. Parfois, une innovation a un impact considérable sur la société, mais ne génère pas beaucoup de rendement pour les actionnaires. La traduction informatique est désormais excellente, mais elle est pour l'essentiel disponible gratuitement. La révolution du pétrole et du gaz de schiste aux États-Unis et le boom massif des énergies renouvelables ont considérablement amélioré la sécurité énergétique, mais ont entraîné un effondrement des prix, limitant fortement les rendements des investisseurs. Certains prix du gaz aux États-Unis sont désormais négatifs et le coût des plaquettes solaires a baissé de 98 % depuis 2010 ! L'intelligence artificielle aura très probablement un impact considérable sur l'économie, mais on ne sait pas encore exactement comment et quand. Un risque majeur pour les investisseurs internationaux est que les « datacenters hyperscalers », principalement **META (ex-Facebook), Amazon, Microsoft et Alphabet (ex-Google)**, injectent des centaines de milliards de dollars chacun dans la construction de centres de données de pointe. Cela a considérablement dopé le chiffre d'affaires de **NVIDIA**, mais la capacité à générer des revenus grâce à l'intelligence artificielle reste quelque peu floue, sans parler des bénéfices. Dans un scénario optimiste, l'intelligence artificielle rendra rapidement nos sociétés beaucoup plus productives et les « Sept Magnifiques » continueront de générer une croissance des bénéfices<sup>1</sup> et de stimuler l'économie mondiale et le marché boursier. Le risque majeur est que ces actions, et une grande partie du marché américain, semblent déjà intégrer pleinement ce scénario. Il y a une réelle possibilité que les avantages de l'IA, comme pour Internet, prennent beaucoup plus de temps que prévu à se concrétiser.

*On surestime toujours le changement à venir dans les deux ans, et on sous-estime le changement des dix prochaines années. J'en suis moi-même responsable. (Bill Gates dans son livre « La route du futur », édition 1996)*

Un ralentissement significatif de l'investissement artificiel ne devrait malheureusement pas affecter uniquement les « Sept Magnifiques » et les start-ups technologiques. Le récent boom économique a déjà commencé à affecter des pans

<sup>3</sup> Pourquoi les investisseurs en IA devraient s'inquiéter de l'accident de la voiture autonome - Bloomberg

beaucoup plus traditionnels de l'économie, comme les fournisseurs d'électricité. L'un des principaux problèmes des « grands modèles de langage » utilisés actuellement par des IA comme Chat-GPT est qu'ils sont énergivores. Un analyste financier nous a récemment dit qu'un grand centre de données pouvait consommer autant d'électricité qu'un quart de la ville de Miami ! L'impact d'un boom technologique sur les entreprises traditionnelles peut également être illustré par l'évolution de Corning, « le fabricant de verre à l'origine de l'ampoule d'Edison il y a 173 ans »<sup>4</sup>. Dans cette interview, Wendell Weeks, l'actuel PDG de Corning, explique comment une entreprise traditionnelle peut tirer un avantage considérable de l'innovation de pointe, mais comment elle peut également être fortement pénalisée lors d'une crise technologique. Corning a manqué de faire faillite au début des années 2000 lors de la bulle Internet, mais un partenariat avec Apple pour développer l'écran de l'iPhone l'a sauvé. Le groupe profite aujourd'hui du boom de l'intelligence artificielle via sa division fibre optique, mais se montre désormais prudent pour ne pas répéter le boom et la chute de la fin des années nonante. Tous ces exemples nous indiquent qu'éviter une bulle potentielle nécessite bien plus que simplement éviter les « Sept Magnifiques ». Ils indiquent que cela nécessitera des investissements dans des sociétés dont les flux de trésorerie sont durables, même en cas d'éclatement de la bulle, et dont les valorisations sont raisonnables.

La dernière grande tendance de 2024, à avoir affecté le marché boursier mondial, a été l'élection de Donald Trump et les tensions politiques en Europe. Comme la politique est hautement imprévisible - comme les politiciens ont tendance à faire des promesses farfelues pour se faire élire et prendre parfois des décisions très différentes lorsqu'ils sont au pouvoir - nous ne spéculerons pas sur ce que la prochaine administration américaine fera. Nous nous limiterons aux seules questions économiques et d'investissement. Cependant, par curiosité et comme nous sommes en plein boom de l'intelligence artificielle, nous avons également posé à ChatGPT la question en vert ci-dessous et voici ce que le modèle a répondu :

## Pourriez-vous opposer l'approche économique de la nouvelle administration américaine à celle de l'Union européenne et de la Chine ?

### "1. U.S. (Approche économique de Trump) :

- **Capitalisme et déréglementation** : L'administration Trump privilégie une approche du marché libre avec moins de réglementation gouvernementale, moins d'impôts sur les sociétés et un accent mis sur la stimulation de la croissance des entreprises.
- **Protectionnisme et guerres commerciales** : La position de Donald Trump sur le commerce est généralement protectionniste et vise à réduire les déficits commerciaux et à ramener les emplois manufacturiers aux États-Unis. Il s'agit notamment d'imposer des droits de douane sur les marchandises étrangères, notamment en provenance de Chine, et de se retirer des accords commerciaux multilatéraux.
- **Relance budgétaire** : Donald Trump plaide en faveur de mesures de relance telles que des baisses d'impôts et des dépenses publiques pour stimuler l'économie.

### 2. Union européenne (UE) :

- **Réglementation et durabilité** : L'UE met l'accent sur les réglementations visant la durabilité environnementale, la concurrence loyale et le bien-être social. Il met l'accent sur la lutte contre le changement climatique par le biais de politiques vertes et le soutien au Pacte vert européen.
- **Commerce et multilatéralisme** : L'UE soutient les marchés ouverts et les accords multilatéraux, en prônant le libre-échange et la coopération internationale. L'UE a également tendance à accorder la priorité au bien-être des travailleurs et à une approche plus équilibrée de la croissance économique qui inclut des garanties sociales.

---

<sup>4</sup> Comment le fabricant de verre derrière l'ampoule d'Edison il y a 173 ans et les écrans d'iPhone est devenu un chouchou de la Silicon Valley | Fortune

- **Discipline budgétaire et intégration économique** : Les politiques économiques de l'UE mettent l'accent sur la discipline budgétaire, la Banque centrale européenne (BCE) surveillant l'inflation et promouvant la stabilité financière. L'UE met également l'accent sur l'intégration économique, en particulier dans la zone euro.

### 3. Chine :

- **Capitalisme d'État** : Le modèle économique de la Chine combine réformes de marché et contrôle étatique fort. Le gouvernement chinois joue un rôle central dans l'orientation de la croissance économique, de l'investissement et de l'innovation, en particulier dans les secteurs de la haute technologie et des infrastructures.
- **Croissance tirée par les exportations et échanges commerciaux** : Historiquement, la politique économique de la Chine s'est concentrée sur une croissance tirée par les exportations, et elle continue de renforcer son influence par le biais d'initiatives telles que la Belt and Road Initiative (BRI), qui investit dans des projets d'infrastructure à l'échelle mondiale.
- **Contrôle de la monnaie et de l'économie** : Le gouvernement chinois gère activement sa devise et régule les flux de capitaux, cherchant à éviter la volatilité et à assurer une croissance économique stable. »

Les vrais humains sont maintenant de retour et peuvent dire que ChatGPT est assez bon pour résumer la vision du consensus sur des questions économiques importantes. Il est aussi beaucoup plus rapide à écrire et à articuler des pensées ! Nous sommes certainement d'accord avec l'idée que la Chine a une approche centrée sur l'État, que les États-Unis sont davantage axés sur le marché et que l'Europe valorise le bien-être social. ChatGPT n'est cependant pas en mesure de dire quelles seront les répercussions de ces politiques pour les investisseurs et laquelle des trois approches économiques est la meilleure. Il met en évidence le fait que le système américain et l'administration républicaine sont plus favorables au marché et, chez TreeTop, nous pouvons constater que les États-Unis sont généralement plus favorables à l'entrepreneuriat et aux actionnaires que la Chine et l'Europe. L'Union européenne aime réglementer, et elle a déjà commencé à le faire avec l'IA au lieu d'essayer de favoriser un environnement innovant. Le parti communiste chinois écrase parfois l'esprit d'investissement et d'innovation s'il estime qu'il va à l'encontre de la « stabilité sociale ». Pour toutes ces raisons, nous continuons de penser que les États-Unis resteront un excellent terrain pour de belles opportunités d'investissement, mais il faudra les sélectionner avec soin.

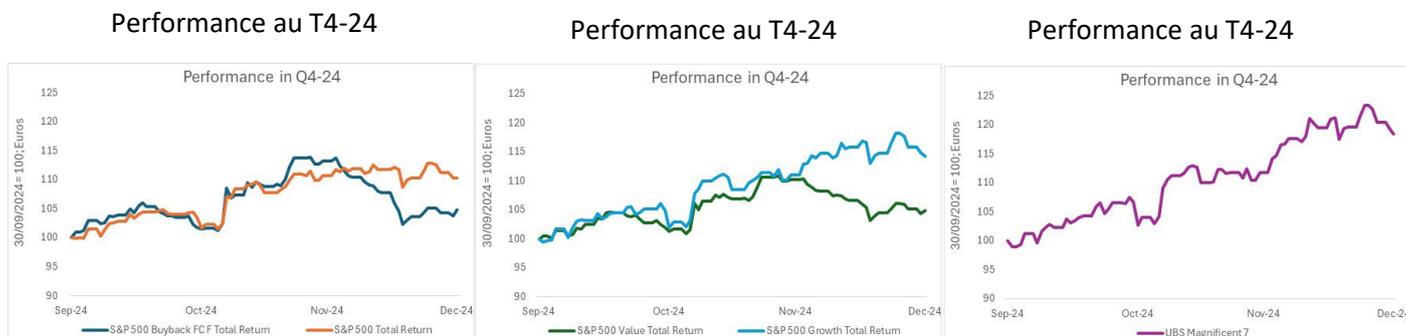
En conclusion, 2024 a été un nouvel excellent millésime pour les investisseurs boursiers après une très bonne année 2023, portée par un contexte macroéconomique solide avec des taux et une inflation plus faibles et une bonne croissance des bénéfices. Les États-Unis, et plus particulièrement les grandes entreprises technologiques américaines, ont continué à dominer le marché sous l'effet d'un boom des investissements dans l'intelligence artificielle. Une nouvelle revalorisation de la plupart des actions semble peu probable, mais les entreprises pourraient continuer à enregistrer une bonne croissance des bénéfices <sup>1</sup>, tirant le marché à la hausse. Il existe des actions très bon marché sur les marchés émergents, en Europe et dans certains coins du marché américain, et chez TreeTop, nous continuerons à travailler dur pour les trouver.

Nous vous souhaitons une très bonne année 2025 et n'hésitez pas à nous contacter si vous avez des questions.

## Nos convictions

Comme nous l'avons évoqué plus haut, nous continuons de penser chez TreeTop que les États-Unis offrent d'excellentes opportunités d'investissement, mais la revalorisation du marché et la concentration sur quelques sociétés technologiques nous ont incités à rechercher des stratégies d'investissement qui réduisent une partie des risques. L'une des stratégies clés que nous avons développées au cours des deux dernières années est le S&P 500 Buyback Free Cash Flow.

L'indice S&P 500 Share Buyback FCF Total Return (indice SPBUYFUT) a progressé de 4,8 % en euros au 4<sup>e</sup> trimestre, sous-performant l'indice S&P 500 Total Return (indice SPXT), qui a progressé de 10,3 % en euros. Cette sous-performance s'est produite principalement au cours des deux premières semaines de décembre et reflète étroitement la sous-performance de l'indice S&P 500 Value Total Return (indice SPTRSVX) par rapport à l'indice S&P500 Growth Total Return (indice SPTRSGX), qui s'explique par la vigueur des « Sept Magnifiques » durant cette période (décembre a en fait été le meilleur mois de surperformance pour les « Sept Magnifiques » en 19 mois).



Graphique 4 Source Bloomberg

#### Principaux contributeurs/détracteurs du trimestre :

Les principaux contributeurs à la performance de la stratégie sur le trimestre ont été **Expedia** et **Booking**, deux agences de voyages en ligne qui fournissent des produits et services aux voyageurs d'affaires et de loisirs aux États-Unis et à l'étranger, et **Morgan Stanley**, un leader mondial dans les services financiers avec des parts de marché importantes en gestion d'actifs et en placements de titres financiers.

- **Expedia Group (EXPE US Equity; 24 milliards de dollars de capitalisation boursière) :** Le titre Expedia a progressé de 26 % au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre. Le titre a bénéficié d'une croissance des voyages aux États-Unis et de la confiance accrue dans la capacité d'une nouvelle équipe de direction à combler l'écart de valorisation avec Booking. La direction a légèrement relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'exercice lors de la publication de ses résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre.
- **Morgan Stanley (MS US Equity ; capitalisation boursière de 207 milliards de dollars) :** L'action Morgan Stanley a progressé de 21 % au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre. La société a bénéficié de la vigueur des marchés boursiers et de meilleures perspectives pour les opérations de fusions-acquisitions et d'introductions en bourse à la suite de l'élection de Donald Trump.
- **Booking Holdings (BKNG US Equity; capitalisation boursière de 162 milliards de dollars) :** Le titre Booking a progressé de 18 % au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre. À l'instar d'Expedia, Booking a bénéficié d'une croissance des voyages aux États-Unis au cours des trois derniers mois. Booking est considéré comme le meilleur agent de voyage en ligne et développe activement son offre d'hébergement alternatif comme les appartements.

Les plus gros freins à la performance de la stratégie sur le trimestre ont été **CVS Health**, une société de plus de 9 000 pharmacies qui propose également des produits de gestion aux groupes pharmaceutiques ainsi que des produits d'assurance santé, **Marathon Petroleum**, une grande société pétrolière qui possède le plus grand système de raffinage des États-Unis, et **Lennar**, l'un des plus grands constructeurs de logements aux États-Unis.

- **CVS Health Corporation (CVS US Equity; capitalisation boursière de 58 milliards USD) :** Le titre CVS Health a chuté de 29 % au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre. Les coûts médicaux élevés ont pesé sur les bénéfices tout au long de 2024 et les investisseurs ont été déçus par le manque de prévisions de la direction suite aux résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre. Le titre a encore été mis à mal en décembre, une coalition bipartisane de législateurs américains ayant rédigé une loi qui imposerait une séparation entre la gestion des prestations pharmaceutiques et la propriété des pharmacies.

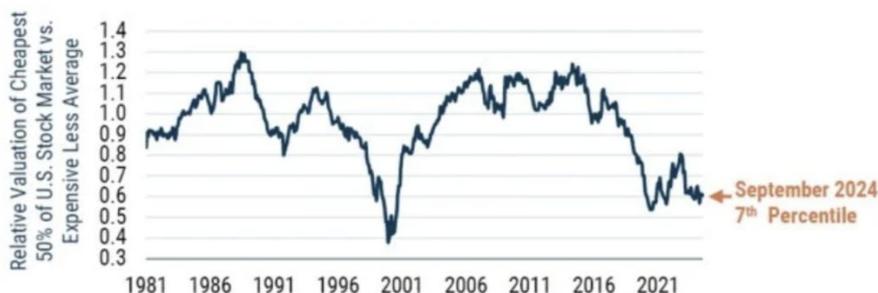
- **Marathon Petroleum Corporation (MPC US Equity; capitalisation boursière de 45 milliards de dollars)** : Le titre Marathon Petroleum a chuté de 14 % au 4ème trimestre. Dans un contexte macroéconomique peu favorable (prix du pétrole globalement stables et détérioration du sentiment à l'égard de la Chine au cours du trimestre), les actions ont été pénalisées par la prise de conscience selon laquelle les rachats d'actions seraient susceptibles d'être plus faibles en 2025 qu'en 2024.
- **Lennar Corporation (LEN US Equity; 37 milliards de dollars de capitalisation boursière)** : L'action Lennar a chuté de 27 % au 4ème trimestre. Les constructeurs de logements ont été à la peine tout au long du quatrième trimestre, les rendements des emprunts d'État américains et les taux hypothécaires ayant continué à augmenter, ce qui a freiné la demande de nouveaux logements et a poussé les développeurs immobiliers à faire de meilleures offres aux acheteurs potentiels. Cette faiblesse a été exacerbée en décembre par la publication par Lennar de résultats pour le 4ème trimestre et de prévisions pour 2025, deux résultats inférieurs aux attentes.

### Conclusion :

Nous restons convaincus que la stratégie peut générer une surperformance régulière<sup>1</sup> sur l'ensemble des cycles d'investissement. La stratégie offre une diversification par rapport au marché actions américain dans son ensemble, qui est fortement exposé aux « Sept Magnifiques » (actuellement environ 34 % du S&P500). En outre, la valorisation est un aspect clé de la stratégie, et la valorisation relative des actions sous-évaluées américaines est actuellement très attractive par rapport aux niveaux historiques.

### Valorisation relative des Etats-Unis actions sous-évaluées

#### EXHIBIT 3: RELATIVE VALUATION OF U.S. VALUE STOCKS



As of 9/30/2024 | Source: GMO

Stock valuations are calculated on a blend of Price/Sales, Price/Gross Profit, Price/Book, and Price/Economic Book.

Graphique 5 Source GMO

---

*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 31 décembre 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.*

---