

### Conjoncture économique et boursière

2025 avait bien commencé pour les marchés financiers et il semblait que nous étions sur le point de connaître une nouvelle année faste pour les investisseurs. Au 31 janvier, les marchés actions mondiaux (MSCI ACWI) avaient progressé de 2,7%, l'Europe de 6,5% et notre stratégie relative à l'indice US Buyback Free Cash Flow de 5,0% (depuis le début de l'année). Mais ensuite, selon les mots de Robert Armstrong, commentateur financier américain du *Financial Times* :

« ...la politique économique de l'administration Trump s'est avérée imprévisible et maladroite à un moment où les déficits élevés et les inquiétudes persistantes liées à l'inflation ne laissent aucune place à l'amateurisme... »

La plupart des investisseurs s'attendaient à des mesures liées au commerce international de la part des États-Unis début avril, Donald Trump ayant longtemps fait campagne sur ce thème, mais très peu s'attendaient à une telle généralisation de ces mesures. Pratiquement aucun pays n'échappe à l'offensive des droits de douane, même les exportations des alliés les plus proches des États-Unis, comme le Royaume-Uni et l'Australie, seront soumises à 10% de droits de douane et 25% pour exportations de voitures, d'aluminium et d'acier. L'autre surprise est leur niveau élevé, à savoir 20% sur les importations de l'UE, 31% sur la Suisse, 46% sur le Vietnam et maintenant 145% sur les importations chinoises ! Quelques mesures surprennent fortement, notamment des droits de douane imposés sur les pays ayant une balance commerciale négative avec les États-Unis et l'exemple des îles Heard et McDonald qui ne sont habitées que par des pingouins et des phoques. L'autre problème réside dans l'apparente indécision de l'administration américaine. Après un plongeon du marché boursier et une correction des emprunts d'État américains, Donald Trump a décidé de suspendre les droits de douane pendant 90 jours pour la plupart des pays, à l'exception notable de la Chine. Ce changement a entraîné une forte reprise de la plupart des actions les jeudi 10 et vendredi 11 avril et, espérons-le, des négociations plus serrées à l'avenir.

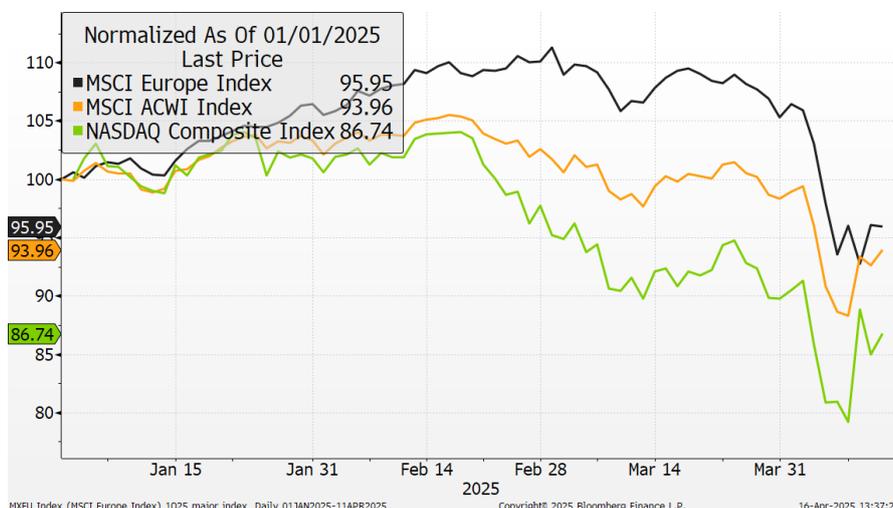
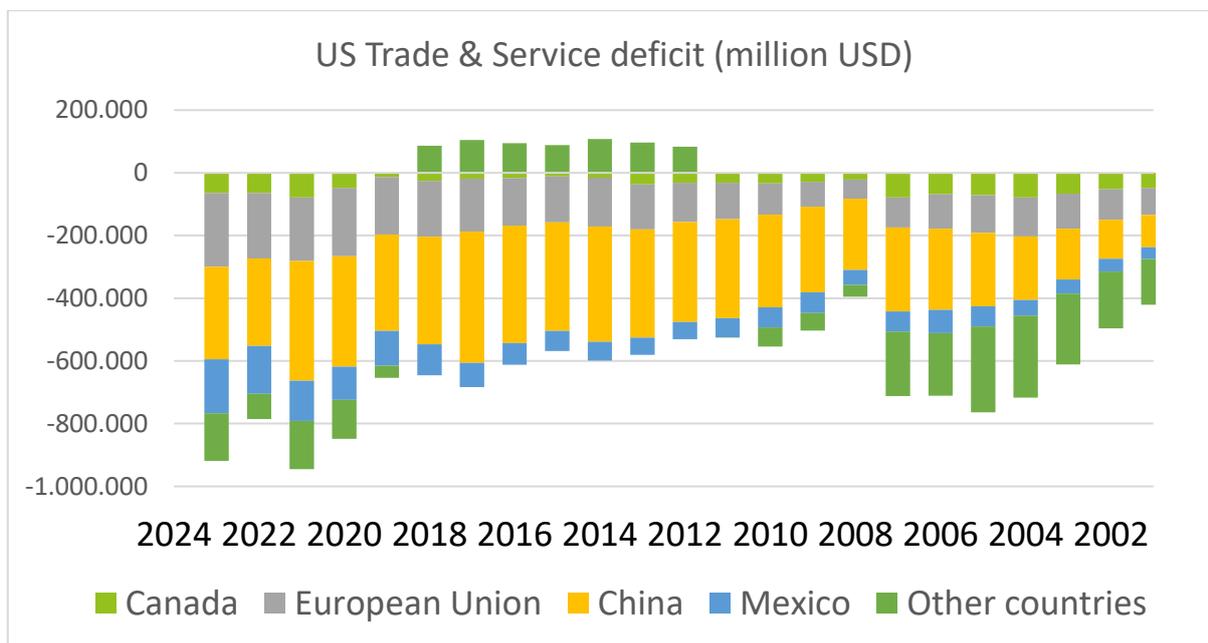


Schéma 1 – Source : Bloomberg

Un certain nombre d'investisseurs pourraient se demander pourquoi l'administration Trump a soudainement décidé de lancer une guerre commerciale avec le monde entier, alors que l'économie américaine semble figurer parmi les plus performantes au monde, avec un faible taux de chômage, un marché boursier en plein essor jusqu'aux dernières semaines et un leadership dans les secteurs de la technologie, la pharmacie, la production d'énergie, la finance mondiale et les médias. Bien que la situation économique globale aux États-Unis soit relativement solide depuis la fin de la pandémie de COVID et ces dernières décennies, des faiblesses structurelles pourraient devenir problématiques si elles ne sont pas traitées correctement. L'un des problèmes potentiels de l'économie américaine est son déficit commercial structurel, ce qui signifie que le pays importe plus de biens et de services que la valeur de ses exportations. Les États-Unis ont un déficit commercial depuis le début des années quatre-vingt, mais ce déficit s'est considérablement creusé après l'accès de la Chine à l'Organisation Mondiale du Commerce au début des années 2000, atteignant un premier pic en 2006 proche de 800 milliards de dollars par an. Il s'est nettement replié après la crise financière de 2007, d'abord en raison de la baisse de la demande globale aux États-Unis, mais aussi en raison de la révolution du pétrole et du gaz de schiste, réduisant massivement les importations d'énergie. Le déficit s'est à nouveau creusé à la suite de la pandémie de COVID, les ménages américains disposant d'importantes liquidités et confiants en raison de l'essor des marchés actions et du travail, qui ont entamé une frénésie d'achat.



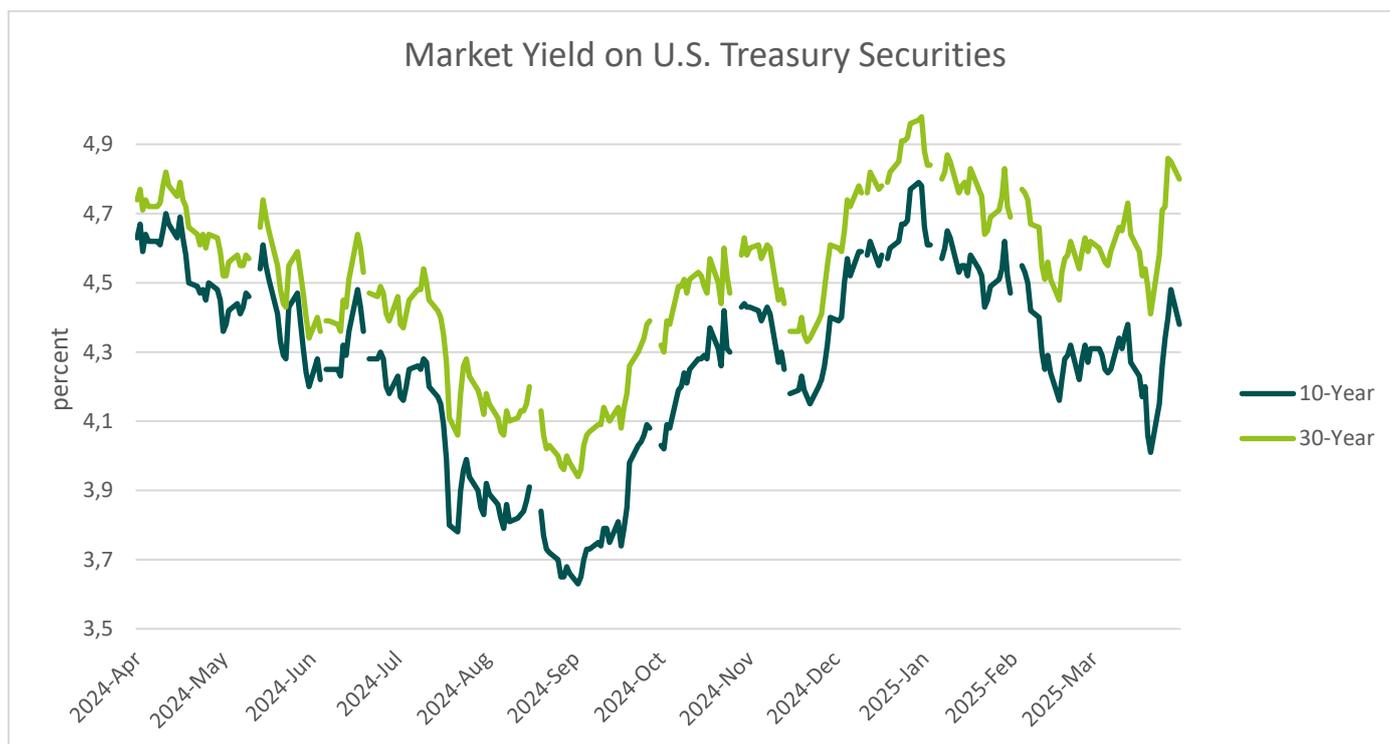
Déficit commercial et des services des États-Unis (en millions USD) - Source : Bloomberg

La balance commerciale n'est cependant qu'une partie du tableau. Un pays peut afficher un déficit commercial indéfiniment sans trop de conséquences, à condition que d'autres flux financiers compensent les déficits. L'économie américaine présente un certain nombre de caractéristiques qui pourraient lui permettre d'afficher un déficit commercial indéfiniment.

Tout d'abord, c'est aux États-Unis que se situe le plus grand nombre de multinationales. Ces sociétés réalisent une part importante de leurs bénéfices en dehors des États-Unis. Des centaines de milliards générés à l'étranger peuvent être rapatriés en USD aux États-Unis relativement rapidement pour rembourser des prêts, des rachats d'actions ou des dividendes. Deuxièmement, et il s'agit probablement du facteur le plus important permettant les déficits structurels, le dollar et les systèmes financiers américains font bien plus que représenter l'économie américaine : **ils sont le cœur du système financier mondial et la devise de réserve du monde entier**. Partout dans le monde, les entreprises, les gouvernements et les ménages empruntent, épargnent, investissent et réalisent des transactions en dollars américains au lieu d'utiliser une devise nationale. Par le passé, les États-Unis étant la seule superpuissance véritablement mondialisée, ont bénéficié du statut de valeur refuge. Onze pays ont adopté le dollar américain comme devise officielle et beaucoup d'autres ont des économies dollarisées. Le pétrole, qui reste la matière première la plus importante au monde, est également négocié en dollars américains. La plupart des banques d'investissement mondiales sont également pour l'essentiel américaines, ce qui signifie qu'une grande partie du financement mondial est également effectué en dollars américains. Par conséquent, le dollar américain a tendance à se comporter très

différemment des autres devises. Il a augmenté en 2008, alors que les États-Unis traversaient une crise financière majeure! L'inconvénient d'une devise très forte, qui ne s'adapte pas vraiment à la situation commerciale concurrentielle d'une nation, est qu'il peut s'avérer très difficile pour les fabricants locaux d'être compétitifs. Certains économistes estiment que l'Allemagne a énormément bénéficié de la sous-évaluation de l'euro. De même, on pourrait arguer que les fabricants américains ont été décimés par un dollar fort. Ce n'est pas un hasard si l'obsession de Donald Trump est de dévaluer le dollar. Ses mesures, en essayant de réorganiser l'ordre économique mondial en quelques mois, pourraient avoir un certain nombre de conséquences dramatiques. En l'absence de changements majeurs dans sa politique tarifaire, il est probable que l'inflation augmente aux États-Unis. L'administration américaine espère que les entreprises mondiales vont relocaliser leur production aux États-Unis, mais l'introduction des droits de douanes pourrait se retourner contre elle car les entrepreneurs ne prendront pas de décisions stratégiques dans un tel climat d'incertitude. Même dans le meilleur des cas pour les États-Unis, il faudrait des années pour construire les usines nécessaires. Les droits de douane pourraient même nuire aux fabricants locaux, car les produits manufacturés sophistiqués d'aujourd'hui nécessitent une chaîne d'approvisionnement mondiale. Par exemple, les droits de douane sont censés aider les constructeurs automobiles américains, mais les analystes estiment qu'ils pourraient leur coûter jusqu'à 40 milliards de dollars par an. Au-delà des conséquences directes des droits de douane, d'autres pays pourraient prendre des contre-mesures affectant sévèrement l'économie américaine, la Chine pourrait à nouveau restreindre les exportations de terres rares, essentielles dans les produits manufacturés de grande valeur comme l'avion de chasse F35 de Lockheed Martin.

Outre ses déficits commerciaux, les États-Unis ont également d'importants déficits publics. Une part importante des emprunts d'État est achetée par des investisseurs étrangers. Après le « Jour de la libération »<sup>1</sup>, les rendements des bons du Trésor américain ont fortement augmenté. Il est apparu que la correction était la principale raison pour laquelle Donald Trump a fait marche arrière sur les droits de douane. La contagion se propage à la dette privée, avec des émissions et des refinancements à des niveaux historiquement bas.



Rendement du marché des titres de trésorerie américains - Source : Réserve fédérale américaine

Après toutes ces mauvaises nouvelles, on peut se sentir pessimiste quant aux perspectives du marché. Pour rappel, la performance des actions américaines en 2024 et 2023 s'est avérée exceptionnelle et principalement soutenue par la

<sup>1</sup> Le président des États-Unis, Donald Trump, a qualifié le 2 avril de « Jour de la libération » et a déclaré qu'il s'agissait de « l'un des jours les plus importants de l'histoire américaine » en raison de l'introduction de droits de douane rétroactifs.

rentabilité plus élevée des entreprises américaines. La correction du dollar américain n'a fait que ramener la devise à ses niveaux d'avant l'élection de Donald Trump.

Autre point rassurant, l'on constate que sous une pression suffisante, les dirigeants politiques cèdent. Donald Trump a suspendu la plupart des droits de douane pendant une période de 90 jours pour entamer des négociations. Sous la présidence de Liz Truss, les membres du Parti conservateur britannique ont abandonné leurs propositions budgétaires d'allègements fiscaux non financés et en Chine, la politique zéro Covid a été abandonnée par Xi Jinping après des manifestations à l'échelle nationale. Le Congrès américain a commencé à agir, soumettant une proposition visant à empêcher le président d'appliquer des droits de douane sans l'approbation du Congrès. Le projet de loi a recueilli le soutien de certains Républicains, mais pas suffisamment pour contourner un éventuel veto présidentiel. Si Donald Trump poursuivait ses mesures irréflechies, il pourrait perdre le pouvoir d'imposer des droits de douane supplémentaires. Pour l'instant, les membres républicains du Congrès accordent le bénéfice du doute au président, mais cela pourrait changer rapidement si les citoyens commencent à perdre leur emploi et si l'inflation augmente.

## Nos convictions

Dans un contexte de baisse de 16% des actions américaines<sup>2</sup> depuis le début de l'année et de baisse de 25% des actions des « Sept Magnifiques »<sup>3</sup>, les stratégies de TreeTop se sont relativement bien comportées<sup>4</sup> et ont offert une diversification indispensable.

	Performance des Indices en Euros (Rendement total annualisé)			
	YTD 31/12/2024 – 11/04/2025	1 An 12/04/2024 – 11/04/2025	3 Ans 18/04/2022 – 11/04/2025	5 Ans 13/04/2020 – 11/04/2025
MSCI ACWI	-13,5%	-0,9%	5,3%	12,7%
S&P 500 Buyback FCF	-10,1%	-4,7%	6,1%	18,2%
S&P 500	-16,2%	-0,1%	6,9%	15,2%
NASDAQ Composite	-20,6%	-2,0%	7,1%	15,5%

Source : Bloomberg

### Stratégie S&P500 Share Buyback FCF

La stratégie a bien mieux résisté aux trois premiers mois de l'année que le marché actions américain dans son ensemble, car elle privilégie les sociétés affichant des valorisations intéressantes et est donc souvent beaucoup moins exposée aux grandes valeurs technologiques qui dominent le S&P500. Le graphique ci-dessous montre que la stratégie se négocie à un rapport cours/bénéfices (PER) nettement inférieur à celui du S&P 500.

<sup>2</sup> S&P500 (indice SPX) en euros (le 11 avril)

<sup>3</sup> Bloomberg Magnificent 7 (indice BM7P) en euros (le 11 avril)

<sup>4</sup> Pas de garantie de résultat, de performance



Source : Bloomberg

Depuis le début de l'année, la stratégie a tiré parti de son exposition aux secteurs de la santé (comme **Cencore**, une société pharmaceutique, **McKesson**, un distributeur, et **HCA**, un groupe hospitalier), des télécommunications (comme **T-Mobile**, un opérateur de réseaux sans fil) et des biens de consommation de première nécessité (comme **Monster Beverage**, un producteur de boissons énergétiques), qui sont tous des secteurs relativement défensifs et qui ont surperformé sur fond d'inquiétudes accrues concernant la croissance économique américaine.

En revanche, la performance de la stratégie a été pénalisée par des valeurs exposées au cycle d'investissement dans l'IA (comme **Dell Technologies**, qui produit des serveurs et des ordinateurs, et **Vistra**, une société de services aux collectivités) ou par les droits de douane (comme **General Motors**, un constructeur automobile), et par celles considérées comme plus cycliques par nature (comme **Lennar**, un constructeur de logements).

### Stratégie Actions mondiales

TreeTop a toujours cru en une approche globale de l'investissement. Le marché actions mondial, représenté par l'indice MSCI All Countries World (indice MXWD), conserve une exposition importante aux États-Unis (65% à fin mars), mais offre également une exposition à d'autres marchés, tels que l'Europe, la Chine et l'Inde, qui ont tous surperformé les États-Unis depuis le début de l'année. La diversification est encore plus importante au niveau des entreprises, avec plus de 2 500 constituants.

Les valorisations au sein des marchés actions mondiaux se sont corrigées au cours des deux derniers mois, les rapports cours-bénéfices (PER ou Price/Earnings) étant désormais inférieurs à leur moyenne sur 10 ans. Toutefois, il existe évidemment un risque de baisse des bénéfices en raison des récentes annonces de droits de douane. La valorisation est donc probablement mieux évaluée en se fiant au rapport cours/valeur comptable (P/B ou Price-to-Book). Là encore, les valorisations se sont corrigées cette année mais restent supérieures aux moyennes de long terme<sup>5</sup>.



Source : Bloomberg

<sup>5</sup> Pas de garantie de résultat, de performance

Chez TreeTop, nous restons convaincus qu'investir dans des sociétés cotées par l'intermédiaire des marchés boursiers reste le meilleur moyen de générer de la richesse sur le long terme, même en période de volatilité<sup>6</sup>. Les événements du dernier trimestre et la volatilité qui en découle nous ont rappelé à quel point il est important de :

- (1) Diversifier et adopter une approche mondiale de l'investissement. Chez TreeTop, investir dans le monde entier est inscrit dans notre ADN. Nous avons toujours été à l'affût des stratégies les plus intéressantes pour nos clients, quel que soit leur emplacement géographique ou leur secteur.
- (2) Investir dans des actifs sans effet de levier. La forte volatilité déclenche des ventes au pire moment, amplifiant ainsi les mouvements baissiers. Les investisseurs endettés sont contraints de liquider leurs positions. En outre, les marchés des titres à haut rendement et des prêts à effet de levier ont quasiment fermé en 2025, ce qui a aggravé les difficultés des fonds spéculatifs et des sociétés de capital-investissement qui étaient déjà sous pression.
- (3) Investir sur le long terme : avoir un horizon d'investissement d'au moins 5 ans s'avère essentiel.
- (4) Réduire l'exposition aux actifs surévalués : l'indice Nasdaq Composite a connu une correction bien plus importante que l'indice S&P500. La détérioration de la confiance des ménages et des entreprises et l'élargissement des spreads de crédit sont des indicateurs précurseurs d'une probable récession mondiale. Les entreprises dotées de flux de trésorerie importants et de faibles ratios cours-bénéfices enregistrent généralement de meilleures performances en période de récession.

---

*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 11 avril 2025*

---

*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.*

---

---

<sup>6</sup> Pas de garantie de résultat, de performance