

Conjoncture économique et boursière

Pour la plupart des investisseurs dans le monde, le mois d'avril a commencé comme une mauvaise blague, avec les déclarations et actions tonitruantes sur le commerce international du président américain Donald Trump, qui ont fait chuter le S&P500, le dollar américain et provoquer des turbulences sur les marchés obligataires mondiaux. Nous observons déjà dans notre dernière lettre que, lors de périodes de panique, comme au début du COVID, pendant l'invasion de l'Ukraine ou à présent en pleine guerre commerciale, la **vente due à un sentiment de panique** conduit généralement à une destruction significative de richesse. Nous notons également que la plupart des dirigeants politiques, à l'exception peut-être de Vladimir Poutine et Kim Jong-un, sont généralement contraints de s'ajuster lorsqu'ils prennent de mauvaises décisions, au risque de voir leurs jours politiques comptés. Cela s'est avéré jusqu'à présent pour l'administration américaine : les turbulences sur les marchés ont conduit à des négociations internationales et à un recul sur les mesures tarifaires les plus extrêmes. Les dernières semaines ont également confirmé notre intuition : il vaut souvent mieux attendre et observer. Les marchés actions mondiaux ont rebondi et sont désormais proches de leurs sommets historiques pour la plupart d'entre eux.

Comme nous pouvons le voir dans le tableau ci-dessous, la performance des actions mondiales est très disparate, allant d'une hausse de 1,5% sur les six premiers mois de l'année pour le Nikkei 225 et les « Magnificent Seven », à +20% pour la Bourse de Hong Kong, l'indice Hang Seng. Cela illustre à quel point il est essentiel d'être diversifié à l'échelle mondiale et de ne pas négliger les grandes régions. Il est également important de noter que ces performances sont exprimées en monnaie locale. Même si le marché actions américain s'est fortement redressé après sa mini-crise d'avril, le dollar américain a connu un recul significatif face à un certain nombre de devises majeures.

Performance du marché des actions (en monnaie locale)								
	MSCI ACWI	S&P 500	NASDAQ	Magnificent 7	STOXX Europe 600	Nikkei 225	Hang Seng	NSE Nifty 50
01/01/2025	841	5,882	19,311	26,067	508	39,895	20,060	23,743
30/06/2025	918	6,205	20,370	26,461	541	40,487	24,072	25,517
Evolution	9.1%	5.5%	5.5%	1.5%	6.6%	1.5%	20.0%	7.5%

Tableau1 Source: Bloomberg

Comme le montre le tableau ci-dessous, le dollar américain a baissé de 8,4% face au yen et de 12,1% face à l'euro sur les six premiers mois de l'année, sans reprise notable à ce jour. Les mouvements de change sont difficiles à analyser et encore plus à anticiper, car ils dépendent des politiques futures et des chocs économiques. Nous constatons simplement que les actions de Donald Trump, telles que la remise en question de l'indépendance de la banque centrale

américaine (la Fed) ou la stimulation potentielle de l'inflation via les tarifs douaniers, ont exercé une pression importante sur le dollar américain ces derniers mois.

	Rendements des obligations d'État (10 ans)			Devises		Matières premières (USD)		
	USA (%)	Japon (%)	Allemagne (%)	USD-JPY	USD-EUR	Brent	Or	Copper
01/01/2025	4.57	1.10	2.37	157.23	0.97	74.64	2,625	402.65
30/06/2025	4.23	1.43	2.61	144.03	0.85	67.61	3,303	503.00
Evolution	-0.34	0.33	0.24	-8.4%	-12.1%	-9.4%	25.9%	24.9%

Tableau 2 Source: Bloomberg

Bien qu'il soit malheureusement impossible de faire des prévisions de change fiables, cela ne signifie pas que les investisseurs belges investissant sur les marchés mondiaux ne doivent rien faire. Comme le montre le graphique ci-dessous, si le dollar américain est proche de sa valeur de lancement en 1998, l'euro a quasiment doublé par rapport au dollar entre 2001 et 2008, avant de perdre 26 % de sa valeur depuis lors. Chez TreeTop, nous préconisons avant tout la **cohérence**. Si un investisseur décide de couvrir intégralement son exposition aux devises étrangères, ou au contraire de ne pas la couvrir, il ne faut pas changer de stratégie en cours de route ! C'est un peu comme le « market timing » : alterner entre couverture et non-couverture peut rapidement détruire une grande partie du rendement d'un portefeuille.

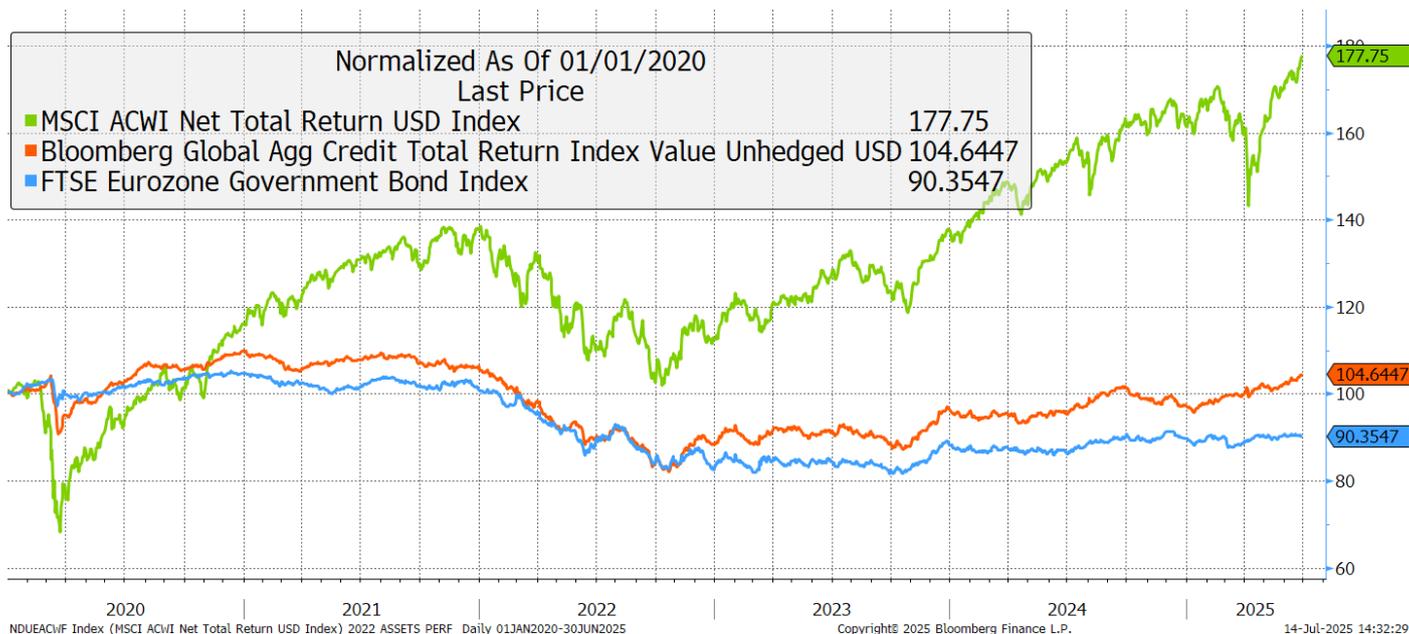
Une autre manière d'aborder la question de la couverture de change consiste à considérer l'**horizon d'investissement**. Un jeune investisseur, qui épargne pour sa retraite dans plusieurs décennies, peut envisager la couverture différemment d'un investisseur avec un horizon de cinq à dix ans. En général, plus l'horizon s'allonge, plus le coût de couverture peut s'accumuler, alors que les grandes devises (principalement l'euro et le dollar) évoluent souvent par cycles. En revanche, un investisseur avec un horizon court (moins de dix ans) et ayant des dettes ou des dépenses significatives en euros devrait probablement couvrir tout ou une grande partie de son exposition aux devises étrangères. Dans tous les cas, **discuter de ces aspects avec son conseiller financier** reste la meilleure approche pour tenir compte de sa situation personnelle.



Graphique 3 Source: Bloomberg

La petite crise (que nous espérons de courte durée) survenue en avril a rappelé à quel point le « market timing » ou la vente en pleine panique sont rarement de bonnes idées.

Les cinq dernières années illustrent également pourquoi les placements à revenu fixe (obligations), souvent perçus comme des instruments financiers sûrs, peuvent en réalité être de mauvais investissements, notamment après inflation. Comme le montre le graphique ci-dessous, le marché actions mondial en USD (courbe verte) a généré un rendement nominal total proche de 80%, malgré deux crises majeures (la pandémie de COVID en 2020 et la guerre en Ukraine en 2022), suivies d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. En comparaison, les instruments de crédit mondiaux (courbe orange) et les obligations d'État européennes (courbe bleue) sont restés globalement stables, voire en baisse de 10% sur la même période. En termes réels (corrigés de l'inflation), la situation est encore plus préoccupante : les citoyens européens et américains ont connu une inflation cumulée d'environ 25% sur cette période, ce qui signifie qu'un détenteur d'obligations d'État européennes a perdu environ 35% de pouvoir d'achat en seulement cinq ans.

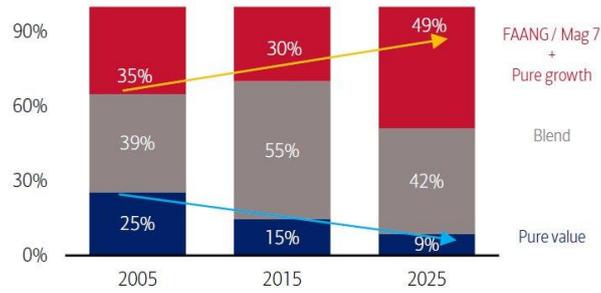


Graphique 4 Source: Bloomberg

Malgré la remontée récente des rendements, l'avenir des investisseurs obligataires reste incertain, notamment pour ceux qui détiennent des obligations souveraines européennes à long terme et à faible rendement nominal. Une fois les taxes, les frais de transaction et l'inflation pris en compte, le rendement réel net reste dangereusement proche de zéro, ce qui implique que le pouvoir d'achat de l'épargne placée en obligations pourrait continuer à diminuer. Il existe certes des segments plus porteurs dans l'univers obligataire, comme les obligations d'entreprises à haut rendement, mais nous conseillons une grande prudence, car les taux de défaut pourraient annuler les gains liés aux rendements plus élevés.

Cela ne signifie pas pour autant que le marché actions mondial est une solution miracle. Comme nous l'avons abordé dans nos lettres précédentes, les marchés boursiers mondiaux resteront volatils et continueront à mettre les nerfs des investisseurs à l'épreuve. Le choix du bon indice sera toujours essentiel, car certains marchés actions, comme la Corée du Sud ou la plupart des marchés européens, ont enregistré de faibles performances ces dernières années (voir notre lettre du 2e trimestre 2024). De plus, la concentration excessive dans les grandes entreprises technologiques américaines pourrait finir par poser des problèmes, comme nous l'avons analysé dans notre lettre du 3e trimestre 2024. La banque d'investissement Merrill Lynch a récemment observé que le S&P500 a considérablement évolué au cours de la dernière décennie, avec une nette diminution du nombre des sociétés se traitant à des multiples de valorisation faible (dites « value ») et une explosion des « sociétés de croissance » (dites « growth ») si l'on observe le graphique ci-dessous. Chez TreeTop, cette évolution soulève des inquiétudes, d'autant plus que ces très grandes entreprises technologiques investissent massivement dans l'intelligence artificielle (IA), ce qui pourrait peser sur la croissance des bénéficiaires si la monétisation n'est pas au rendez-vous.

Exhibit 10: Once a diverse index, the S&P 500 is now ~50% growth
Weight of value, growth plus FAANG and Mag 7, and blend in the S&P 500



Source: BofA Research Investment Committee, Bloomberg; Pure growth and pure value constituents are based on S&P 500 methodology. FAANG = Meta, Apple, Amazon, Netflix, Google. Mag 7 = Meta, Microsoft, Apple, Amazon, Tesla, Nvidia, Google.

BofA GLOBAL RESEARCH

Pour toutes ces raisons, notre équipe est activement à la recherche d’alternatives. Même si nous restons convaincus que le marché actions américain recèle de très belles entreprises, nous souhaitons éviter les titres les plus chers. Comme expliqué ci-dessous, nous avons lancé la stratégie S&P500 Buyback Free Cashflow il y a deux ans, et nous sommes très satisfaits des performances obtenues¹ jusqu’à présent. Nous poursuivons également le développement de nouvelles stratégies prometteuses, et serons heureux de vous en dire plus dans les prochains mois. En attendant, n’hésitez pas à contacter notre équipe pour toute question, et nous vous souhaitons d’excellents investissements !

Nos convictions



Graphique 5 Source: Bloomberg

Depuis le début de l’année, la stratégie S&P500 Buyback Free Cashflow a affiché une performance supérieure à celle du marché américain dans son ensemble, tout en présentant un historique sur cinq ans très solide² — et ce malgré les résultats exceptionnels de certaines actions de croissance extrême comme **NVIDIA**, qui ne font pas partie de la stratégie. Étant donné que nous avons déjà largement expliqué la théorie derrière cette stratégie dans nos lettres précédentes, nous avons jugé plus intéressant de vous montrer comment elle fonctionne concrètement, à travers trois investissements réalisés au cours des trois dernières années. Voici les principales observations :

¹ Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Pas de garantie de résultat ou de performance

² Pas de garantie de résultat ou de performance

- (1) La stratégie est **très flexible** et **s'ajuste rapidement** : elle peut détenir de grandes positions (parfois plus de 8%) puis vendre la quasi-totalité d'une ligne en un seul trimestre si des opportunités plus attractives apparaissent.
- (2) Elle investit dans des **entreprises très variées** et navigue entre les secteurs en fonction des fondamentaux : les trois exemples suivants illustrent bien son mode de fonctionnement.



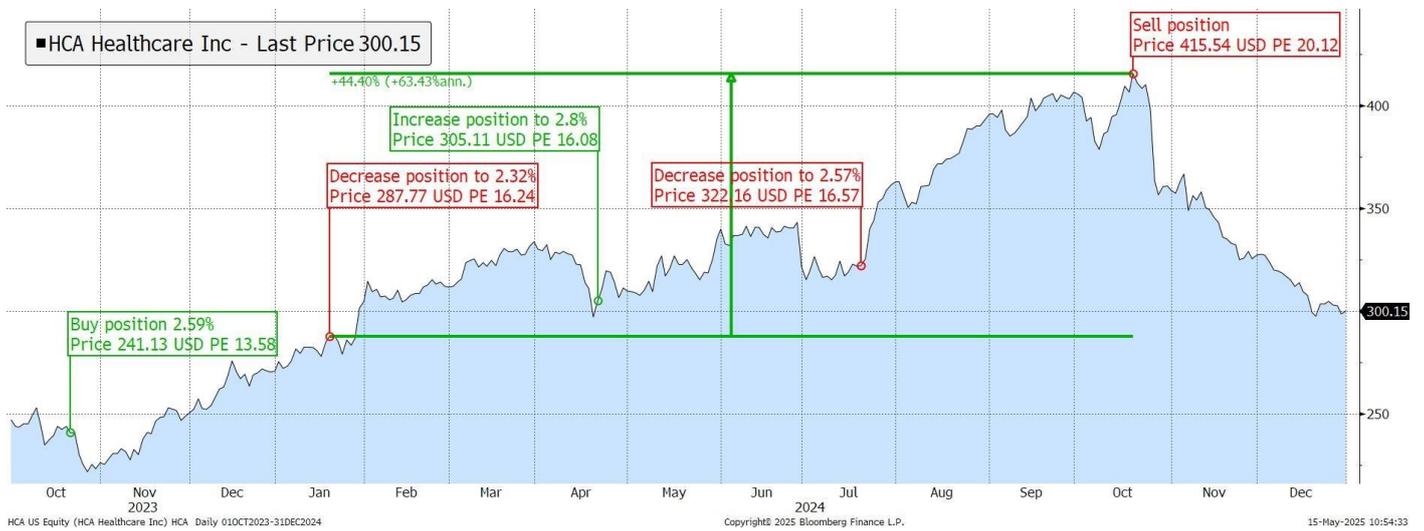
Graphique 5 Source: Bloomberg

Wells Fargo & Co est l'une des plus grandes banques de détail des États-Unis. Bien qu'elle soit moins médiatisée que des acteurs comme JP Morgan ou Goldman Sachs, elle affiche depuis des années une rentabilité élevée et une excellente solidité financière. La stratégie a détenu une position très importante entre janvier et juillet 2024, avant de réinitier une position plus modeste en octobre 2024.



Graphique 6 Source: Bloomberg

PayPal Holding est l'un des principaux acteurs mondiaux des paiements électroniques. Autrefois valorisée comme une pépite technologique, son attrait a diminué après la pandémie, et elle se négocie aujourd'hui à des multiples beaucoup plus raisonnables. C'est cependant une entreprise très rentable, avec une base d'utilisateurs fidèles et la capacité de racheter une part significative de ses actions. La stratégie a bien géré cet investissement, en prenant une position notable en juillet 2024, ce qui lui a permis de profiter pleinement de la revalorisation du titre au 3e trimestre 2024.



Graphique 7 Source: Bloomberg

HCA Healthcare est la plus grande chaîne d'hôpitaux privés aux États-Unis. C'est un exemple intéressant car la stratégie a programmé l'achat du titre de manière presque parfaite, en initiant une position en octobre 2023 et en la conservant pendant 12 mois, juste avant une forte baisse du cours. Cela illustre bien comment les deux critères fondamentaux de la stratégie : le rendement du flux de trésorerie disponible et le rachat d'actions, entraînent automatiquement une sortie lorsque les fondamentaux se détériorent.

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 juin 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.