

# TREETOP

LETTRE DES GESTIONNAIRES 3E TRIMESTRE 2025

Jacques Berghmans and Félix Berghmans

---

01 Contexte économique et marché

---

02 Nos convictions

---

03 Conclusion

---

# Contexte économique et marché

Alors que l'année touche à sa fin, nous nous réjouissons de constater que les marchés boursiers mondiaux ont poursuivi leur dynamique positive au cours des derniers mois[1].

Les meilleures performances ont été enregistrées par l'indice Hang Seng, porté par les grandes entreprises chinoises, et par le NASDAQ, tiré par les « Magnificent Seven », les sept géants technologiques américains. Après un début d'année 2025 prometteur, l'Europe a perdu du terrain ces derniers mois, la croissance des bénéfices n'ayant pas été à la hauteur des attentes. L'Inde, représentée par l'indice NSE Nifty, reste en territoire positif mais figure parmi les marchés les plus décevants, pénalisée par les tensions commerciales avec les États-Unis et sa faible exposition au secteur florissant de l'intelligence artificielle.

Bien que solides en monnaies locales, les performances sont moindres pour les investisseurs en euros, le recul d'environ 12% [2] du dollar américain face à l'euro ayant réduit les rendements en devise européenne. Chez TreeTop, nous proposons des solutions de couverture de change sur la plupart de nos produits. Votre Conseiller Financier peut vous accompagner dans l'évaluation de leur pertinence pour votre situation.

Equity Market Performance (in local currency)								
	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
30/09/2025	985	6,688	22,660	31,094	558	44,933	26,856	24,611
Change	17,0%	13,7%	17,3%	19,3%	10,0%	12,6%	33,9%	3,7%

FIGURE 1 SOURCE BLOOMBERG, TREETOP CALCULATIONS

Au cours des derniers trimestres, nous avons maintenu une approche prudente vis-à-vis des grandes valeurs technologiques américaines, invitant nos lecteurs à diversifier leurs portefeuilles tant sur le plan géographique que sectoriel.

Nous restons particulièrement vigilants à l'égard des « Magnificent Seven » et, plus largement, des entreprises liées à l'intelligence artificielle, dont les valorisations ont atteint des niveaux historiques. Sur les marchés, plus le prix est élevé, plus le risque de déception augmente.

Au-delà de l'engouement pour l'intelligence artificielle, nous observons un environnement économique mondial globalement stable et des perspectives de croissance à nouveau positives dans la plupart des grandes économies. Ce contexte crée un terrain plus équilibré pour les investisseurs, où la performance pourrait provenir de sources plus diversifiées qu'au cours des dernières années.

1: Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

2: Bloomberg : taux de change USD/EUR : 0,9659 au 31 décembre 2024, 0,8523 au 30 septembre 2025

L'économie américaine a surpris par sa résilience, en dépit de certaines politiques controversées. Après un trimestre de repli, la croissance a rebondi à 3,8 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2025, soutenue par la consommation.

Alors que la paralysie du gouvernement français et les conditions économiques difficiles font la une des journaux, l'économie européenne se redresse lentement. Les économies autrefois faibles démontrent à quel point les réformes positives peuvent porter leurs fruits. L'Italie vient de voir sa note de crédit relevée et d'autres pays du « Club Med » comme le Portugal, l'Espagne et même la Grèce devraient connaître une croissance comprise entre 1,8 % (Portugal) et 2,6 % (Espagne). Certaines économies du bloc de l'Est sont en tête du continent, avec une croissance supérieure à 3 % par an en Pologne. Enfin, les économies nordiques, ainsi que l'Allemagne et les Pays-Bas, affichent une croissance modérée mais soutenue, tout en restant innovantes, avec une dette publique limitée et des entreprises solides.



FIGURE 2 XIAOMI SU-7 : À PARTIR DE 26 000 EUROS EN CHINE, CONTRE UN PRIX DE DÉPART D'ENVIRON 108 400 EUROS POUR LA PORSCHE TAYCAN

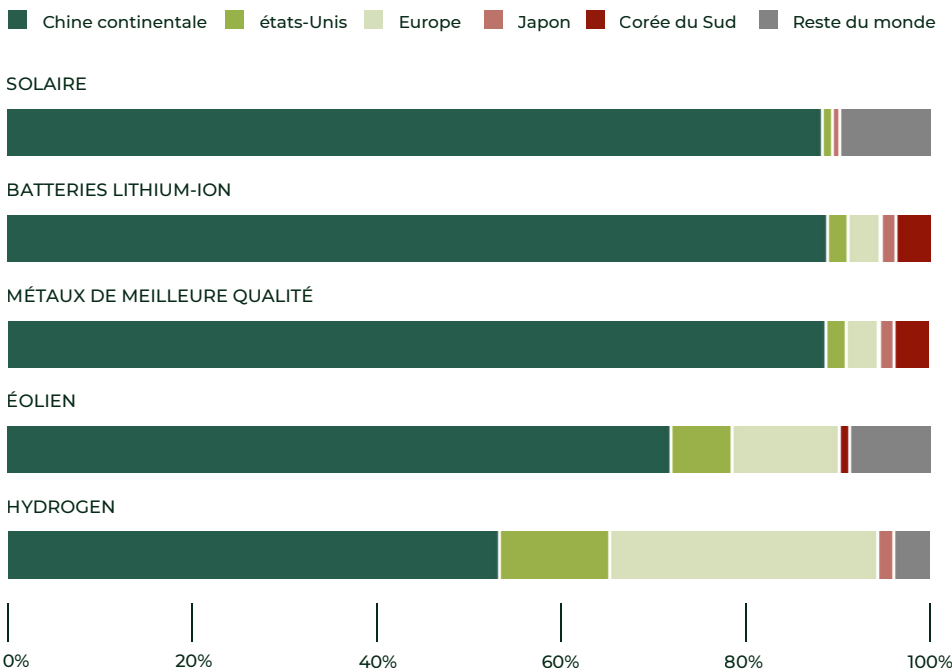
La Chine, désormais deuxième économie mondiale, continue de défier l'hégémonie occidentale dans le domaine technologique en développant des champions mondiaux dans les technologies vertes, l'intelligence artificielle, l'électronique et les services d'e-commerce. Ses meilleures entreprises, telles que Xiaomi et Alibaba, proposent des produits et services de classe mondiale, comme la nouvelle voiture électrique SU-7 de Xiaomi, un produit surpassant Porsche à un tiers du prix.

Le gouvernement chinois semble désormais plus ouvert aux entrepreneurs privés. Même Jack Ma, le fondateur d'Alibaba qui avait autrefois ouvertement critiqué le gouvernement, a été réhabilité et a assisté à la récente réunion entre Xi Jinping et les entrepreneurs les plus célèbres du pays. Bien entendu, la Chine est loin d'être parfaite : elle continue de soutenir économiquement la Russie, la liberté de la presse y est très limitée et le vieillissement de sa population représente un défi encore plus grand qu'en Europe. Néanmoins, en tant qu'investisseurs, nous estimons qu'il serait irrationnel d'ignorer la deuxième économie mondiale.

Les autres pays asiatiques continuent de croître plus rapidement que la plupart des économies occidentales. L'Asie du Sud-Est, avec sa population jeune, ses politiques budgétaires solides et son économie Internet en plein essor, devrait connaître une croissance d'au moins 4 % par an. L'Inde, malgré les tensions commerciales avec les États-Unis, devrait rester l'économie qui connaît la croissance la plus rapide au monde. Certaines entreprises indiennes seront affectées par les récentes mesures américaines, telles que l'augmentation des frais de visa et les droits de douane de 50 %, mais les responsables politiques locaux renforcent rapidement les liens avec d'autres économies asiatiques à forte croissance et avec l'Europe. Il est intéressant de noter que les tensions avec les États-Unis ont également poussé les dirigeants indiens et chinois à intensifier leur dialogue.

# La Chine continentale domine la fabrication d'éco-technologies

## Capacité de production d'énergie propre par région en 2024



Dans certains secteurs, en particulier celui des batteries électriques et d'autres technologies, la Chine a pris une telle avance que de nombreux fonds américains estiment désormais qu'il est préférable de s'associer à des entreprises chinoises plutôt que d'essayer de lancer des produits concurrents. Bloomberg a récemment publié un article sur ce sujet : [China Road Trip exposes list of uninvestable assets in the west](#) [3]

SOURCE: BLOOMBERGNEF  
 REMARQUE : LES BARRES INDIQUENT LES PARTS MOYENNES DANS LES SEGMENTS DE LA CHAÎNE DE VALEUR POUR CHAQUE SECTEUR. LE SOLAIRE COMPREND LES MODULES, LES CELLULES, LES PLAQUETTES ET LE POLYSILICIUM. LES BATTERIES LITHIUM-ION COMPRENNENT LES CELLULES, LES CATHODES, LES ANODES, LES ÉLECTROLYTES ET LES SÉPARATEURS. LE RAFFINAGE DES MÉTAUX COMPREND LE LITHIUM, LE SULFATE DE COBALTE ET LE SULFATE DE NICKEL. L'ÉOLIEN COMPREND LES NACELLES ET L'HYDROGÈNE COMPREND LES PILES D'ÉLECTROLYSEURS. VEUILLEZ NOTER QUE CET ARTICLE EST RÉSERVÉ AUX ABONNÉS.

Les pays asiatiques à croissance plus lente, tels que le Japon, la Corée du Sud et Taïwan, continuent de produire des entreprises exceptionnelles et de connaître des succès boursiers. La Corée du Sud reste le leader mondial des puces mémoire avec Samsung et SK Hynix, deux entreprises essentielles à l'industrie électronique. Si NVIDIA est le fer de lance du boom de l'IA en tant que fournisseur monopolistique de processeurs graphiques, ces processeurs ne peuvent fonctionner sans mémoire à bande passante élevée (HBM), principalement produite par les deux entreprises coréennes. La fabrication de toutes ces puces nécessite également les immenses usines de TSMC, l'entreprise avec la plus grande valorisation boursière en Asie, qui fonctionnent grâce à des machines de lithographie avancées fournies par le leader néerlandais ASML.

3: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-21/china-road-trip-exposes-list-of-uninvestable-assets-in-the-west>

Après plusieurs années de performances solides, de nombreux investisseurs se demandent : « Quand la prochaine correction aura-t-elle lieu ? » ou « Sommes-nous dans une bulle ? ». Il est plus important que jamais d'adopter une perspective à long terme. Oui, il existe des actions surévaluées sur le marché, mais dans l'ensemble, les valorisations sont loin d'être extrêmes. Le ratio cours/bénéfice prévisionnel du MSCI ACWI, à 21,5, est bien inférieur à celui de la fin des années 1990. Depuis l'éclatement de la bulle Internet en 2000, et malgré des crises majeures telles que le 11 septembre, la crise financière de 2008 et la pandémie de COVID, le bénéfice par action de l'indice MSCI ACWI a été multiplié par plus de 4,6 en 30 ans, passant de 10 à 46 dollars par action, soit environ 5,2 % par an. En plus de cette croissance des bénéfices, les investisseurs en actions mondiales ont également bénéficié d'un rendement annuel des dividendes de 2 à 2,5 %.

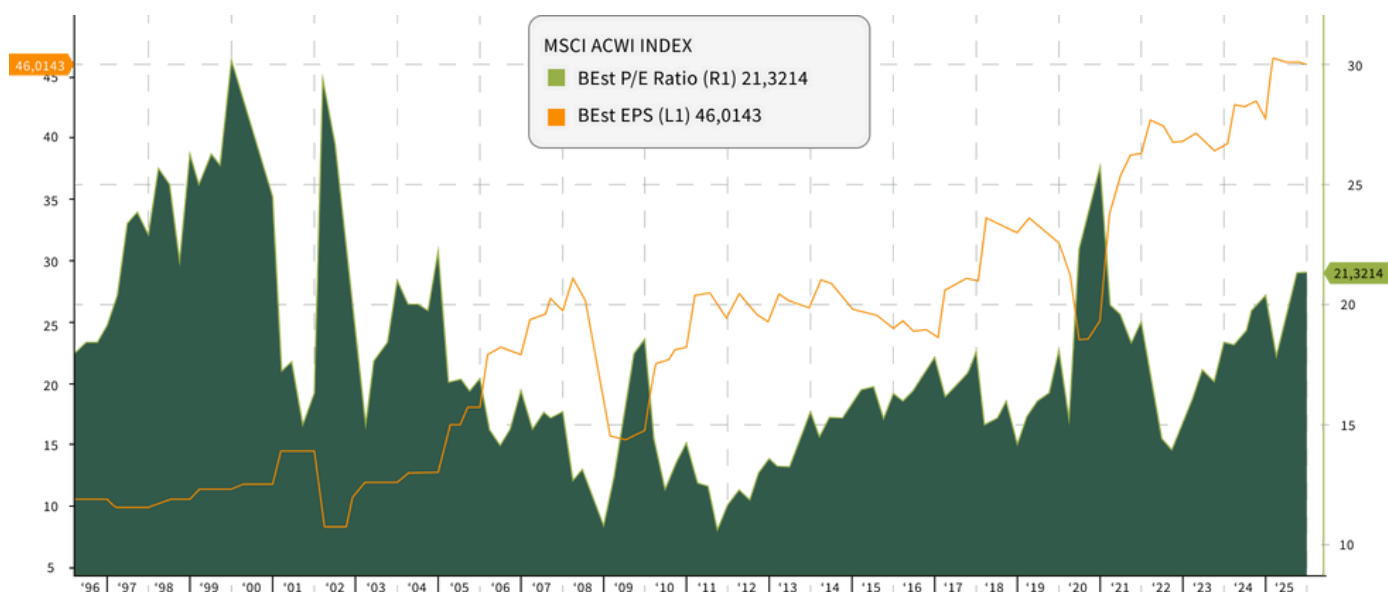


FIGURE3 - ÉVALUATION MSCI ACWI (BEST P/E EN VERT OMBRÉ) ET BÉNÉFICE PAR ACTION (BEST EPS EN ORANGE), SOURCE BLOOMBERG

Chez TreeTop, nous sommes convaincus du potentiel à long terme des actions mondiales. Le monde est en constante évolution, avec des fluctuations inévitables à court terme, mais une réalité demeure inchangée : la tendance haussière à long terme du capitalisme.

# Nos convictions

---

**Depuis la création de TreeTop Asset Management il y a vingt ans, nous sommes animés par certaines convictions et croyances fondamentales.**

- Nous adoptons une approche globale de l'investissement. Notre ADN a toujours été de rechercher les opportunités où qu'elles se trouvent, peu importe les frontières et les secteurs.
- Notre approche est flexible et évolue en fonction des marchés et des outils à la disposition des investisseurs.  
Nous avons d'abord commencé par la gestion active d'actifs et les obligations convertibles, ensuite nous avons lancé un tracker indiciel mondial et aujourd'hui nous utilisons des stratégies d'investissement quantitatives.
- Nous investissons aux côtés de nos clients. En investissant dans nos propres fonds, nous démontrons notre engagement envers nos clients et nous nous assurons que nos intérêts sont pleinement alignés.

Il y a deux ans, nous avons lancé notre première stratégie quantitative, le S&P US Buyback Free Cashflow, dans le but d'offrir à nos clients des rendements plus réguliers<sup>[3]</sup> tout en évitant une concentration excessive dans les secteurs coûteux. Cette stratégie affiche de solides performances à long terme. Les tests rétrospectifs ont montré qu'elle aurait obtenu de bons résultats après l'éclatement de la bulle Internet en 2000. Plus récemment, elle a enregistré des résultats solides en 2022 pendant la crise inflationniste en Europe et aux États-Unis, puis à nouveau après les annonces tarifaires de l'administration Trump au début de cette année.

Selon nous, la stratégie S&P US Buyback Free Cashflow reste l'une des opportunités les plus intéressantes à long terme. En se concentrant sur les entreprises qui combinent une forte génération de flux de trésorerie disponible (Free Cash Flow) et des rachats d'actions réguliers, elle capture l'essence même de la création de valeur pour les actionnaires. Concentrée sur les actions américaines, qui regroupent bon nombre des entreprises les plus innovantes et les plus résilientes au monde, cette stratégie bénéficie d'un écosystème dynamique de leaders mondiaux. Son portefeuille ciblé, composé d'une trentaine de titres à forte conviction, garantit que chaque position contribue de manière significative à la performance. Si cette sélectivité rigoureuse peut parfois entraîner une volatilité à court terme plus élevée, elle s'est historiquement révélée être un puissant moteur de surperformance à long terme [4].

Forts de l'approche « US Buyback Free Cashflow », nous avons recherché d'autres stratégies quantitatives offrant la même clarté, la même cohérence et la même rigueur fondée sur des preuves, tout en élargissant la diversification. Cela nous a conduit à une approche quantitative mondiale, composée de quatre stratégies complémentaires qui partagent des caractéristiques clés :

---

4: Pas de garantie de résultat ou de performance

- 01 Une surperformance régulière[5] démontrée par rapport à leurs indices de référence respectifs.
- 02 Une forte diversification entre les secteurs.
- 03 Faible corrélation et forte complémentarité entre elles et avec les marchés boursiers mondiaux.
- 04 Une base empirique à long terme, avec des résultats réels ou testés rétrospectivement sur au moins 20 ans.

## APPROCHE QUANTITATIVE MONDIALE TREETOP

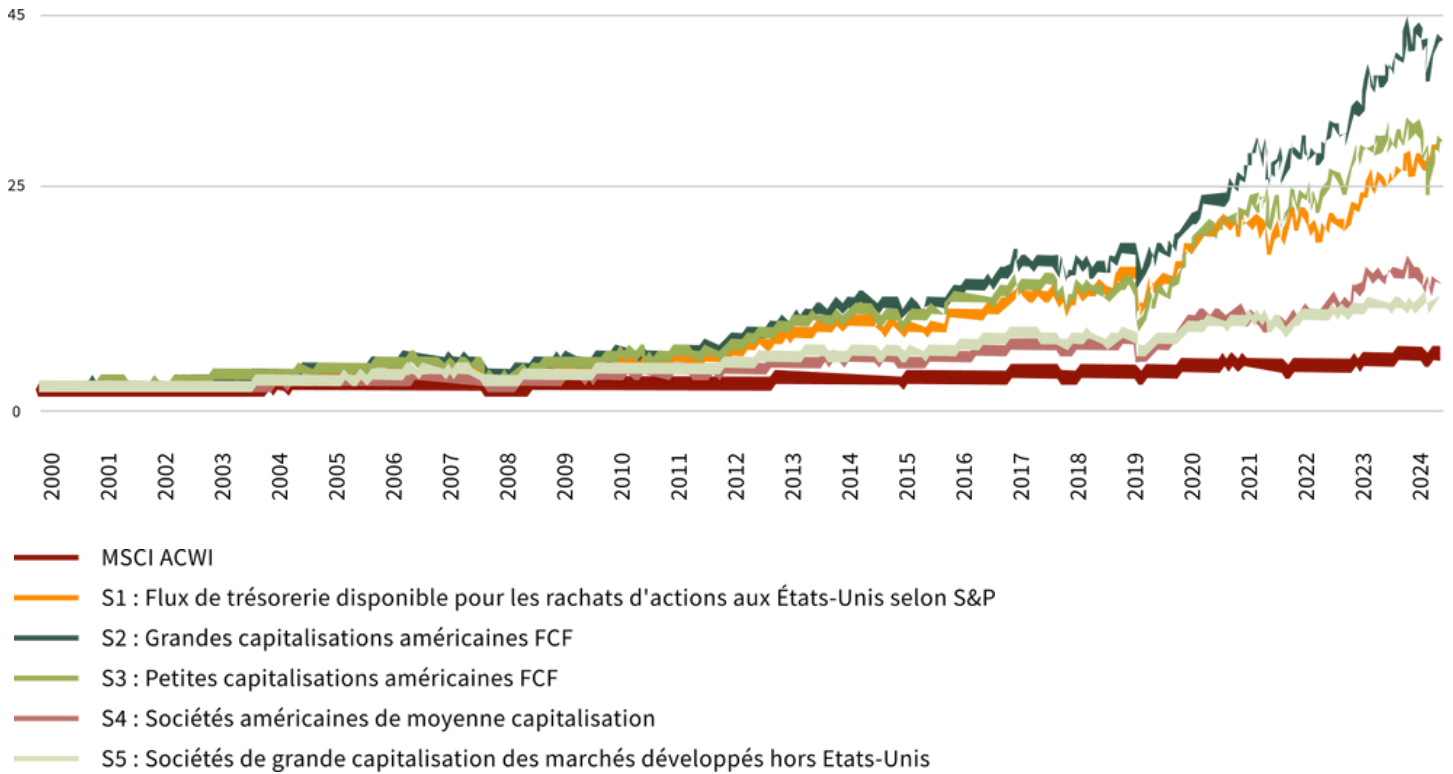


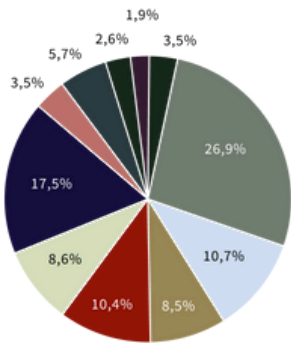
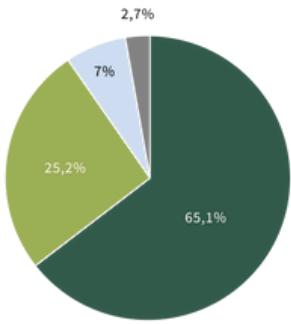
FIGURE 4 - SOURCE BLOOMBERG, PAST PERFORMANCE DOES NOT GUARANTEE FUTURE RESULTS

L'idée qui sous-tend ces stratégies est d'exploiter des facteurs fondamentaux — flux de trésorerie disponibles (Free Cash Flow), rentabilité, valorisation et croissance — afin de sélectionner les meilleures actions à l'échelle mondiale tout en évitant les secteurs ou régions surévalués. Notre approche se décline ainsi en quatre stratégies américaines (trois axées sur le Free Cash Flow et une sur la croissance rentable à prix raisonnable), ainsi qu'une stratégie dédiée aux marchés développés hors États-Unis, également orientée sur ce critère de génération de liquidités.

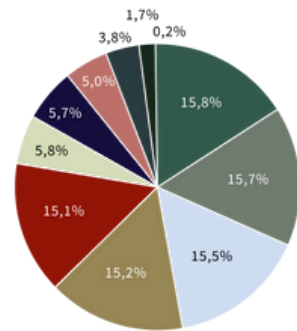
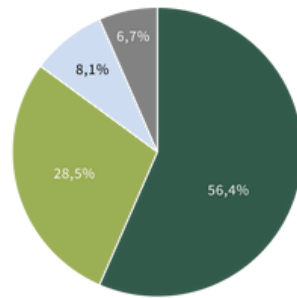
Notre approche quantitative nous permet également d'investir dans des indices spécifiques, lorsqu'ils représentent de bonnes opportunités d'investissement. La Chine en est un bon exemple : son économie est désormais dominante dans plusieurs secteurs et de nombreuses actions se négocient à des valorisations faibles malgré de solides perspectives de croissance. Dans ce cas, nous avons choisi un indice de grandes entreprises comme meilleur moyen d'investir. Pour les marchés émergents autres que la Chine, nous avons utilisé l'indice, car les stratégies quantitatives ne généraient pas les rendements que nous recherchions.

5: Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

MSCI ACWI  
(GLOBAL STOCK MARKET)



TREETOP'S  
QUANTITATIVE APPROACH



# Conclusion

En conclusion, notre nouvelle approche quantitative a permis de réorienter la stratégie loin des actions technologiques américaines onéreuses. Les États-Unis restent notre principale exposition, mais celle-ci représente désormais près de 10 % de moins que dans l'indice mondial. Les allocations sectorielles sont également plus équilibrées : la technologie est en baisse de 10 %, l'industrie et la consommation discrétionnaire sont en hausse d'environ 5 % chacune, et la santé a presque doublé pour atteindre 15,2 %. Il est important de noter que ces allocations ne sont pas fixes. Les stratégies s'adaptent en permanence aux mouvements du marché, et nous les surveillons de près pour nous assurer qu'elles restent pertinentes.

Comme toujours, notre équipe TreeTop se tient à votre disposition pour toute question complémentaire et vous remercie de votre confiance.

*Les informations contenues dans ce document sont fournies à titre indicatif et ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins spécifiques d'un investisseur. Ce document ne doit pas être remis à un investisseur américain (tel que défini dans la réglementation américaine). Ce document est basé sur des sources que TreeTop Asset Management SA (la « Société ») estime fiables et reflète les opinions des gestionnaires de la Société. Ce document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue ni un conseil en investissement ni une offre de produit. Les informations contenues dans ce document peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. La Société décline toute responsabilité, directe ou indirecte, quant à l'utilisation des informations contenues dans le présent document. Le présent document ne peut être copié, reproduit, modifié, traduit ou transféré, sans l'accord préalable de la Société, à toute personne ou entité dans toute juridiction où la Société ou ses produits seraient soumis à des obligations d'enregistrement ou dans laquelle une telle distribution serait interdite ou considérée comme illégale. Les données relatives aux performances et tendances passées ne constituent pas nécessairement une indication des performances ou évolutions futures.*

*Données et informations au 30 septembre 2025*

*Publié par TreeTop Asset Management SA, une société de gestion d'OPCVM conformément aux dispositions du chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 – Siège social : 12 rue Eugène Ruppert L-2453 Luxembourg*