



## Lettre du Gestionnaire 4<sup>e</sup> Trimestre 2023

*Andrew Dalrymple*

Le trimestre a été favorable à la stratégie, grâce au redressement des marchés boursiers après une période très morose à la fin de l'été.

Octobre a été marqué par une certaine volatilité. Les marchés ont été fortement perturbés par une nouvelle baisse des obligations, tandis que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a atteint 5% en milieu de mois. Dans ce contexte, les analystes se sont livrés à toutes sortes de prédictions pessimistes, et bien compréhensibles, selon lesquelles les investisseurs obligataires ne seraient plus aussi confiants dans la capacité de nombreux gouvernements occidentaux à continuer de financer leurs dettes colossales. Heureusement, le dernier jour du mois d'octobre, le ralentissement des données de l'emploi américain a apporté une note de soulagement, les obligations se sont fortement redressées et, depuis la première semaine de novembre, l'optimisme domine sur les marchés boursiers.

Cette tendance a été largement justifiée par la saison de publication des résultats du troisième trimestre aux États-Unis et, pour une fois, les bons résultats ont été accueillis par une réaction positive de la part des investisseurs. **Comfort Systems**, qui installe et assure la maintenance de systèmes de chauffage et de ventilation pour les bâtiments industriels et commerciaux, a annoncé une hausse de 23% de son chiffre d'affaires, tandis qu'**Arista Networks**, le fournisseur de solutions de réseaux, principalement dans les centres de données, a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires de 28%, nettement supérieure aux attentes. Les deux sociétés ont publié des prévisions encourageantes et les deux titres ont fortement progressé dans le sillage de ces annonces incontestablement positives. Malgré des résultats conformes aux attentes, **Mastercard** a constaté un léger ralentissement en octobre et le titre a succombé à la pression des ventes. Les chiffres de **Google**, bien que positifs dans certains segments, n'ont pas suffi à soutenir les progrès remarquables réalisés depuis le début de l'année. À l'inverse, **Meta (Facebook)** a fait état d'une hausse de 23% de son chiffre d'affaires, un meilleur contrôle des coûts et a revu ses prévisions à la hausse. **Dexcom**, le fabricant de systèmes de surveillance de glycémie pour diabétiques, a été soumis à une pression incessante ces derniers mois. Comme beaucoup d'autres noms du secteur de la santé, cette tendance s'explique par l'idée selon laquelle l'adoption massive de médicaments pour la perte de poids pourrait éradiquer le diabète, les maladies cardiaques et toutes sortes d'affections associées à l'obésité. La société a répondu à ces inquiétudes avec brio en publiant un ensemble de données trimestrielles extrêmement positives, notamment une croissance du chiffre d'affaires de 24% et un flux de trésorerie disponible de 215 millions de dollars. Malgré un début de mois difficile en octobre, cette annonce a permis au titre de regagner une grande partie de ce déficit pour ne terminer qu'en légère baisse.

Les mois de novembre et décembre ont également été extrêmement positifs pour la partie américaine de la stratégie. **Dexcom** a continué à s'apprécier après la publication de ses résultats, **Shopify**, le fournisseur d'infrastructures de commerce électronique, s'est inscrit en forte hausse à la suite d'excellents chiffres, tandis qu'**Intuit** et **Booking Holdings** ont fait état d'un important carnet de commandes, ce qui a permis aux deux actions de progresser. Enfin, **Nvidia** et **Synopsys**, deux acteurs des secteurs de l'IA et des semi-conducteurs, ont produit d'excellents résultats, ce qui a entraîné une forte hausse des deux actions.

L'Inde a connu un excellent dernier trimestre pour clôturer 2023 en forte hausse. Bien que la stratégie ait maintenu une exposition tout au long de l'année, ce n'est qu'au dernier trimestre que la dernière position en Chine a été vendue, de sorte que l'ensemble de l'exposition asiatique, qui s'élevait à près de 20% à la fin de l'année, est investie en Inde.

Cette décision a porté ses fruits, puisque quatre des cinq positions ont enregistré un trimestre très rentable. Nous pensons que le pays profite désormais réellement des avantages des réformes du Premier Ministre Narendra Modi, entamées il y a près de dix ans. Les améliorations apportées au logement, à l'électrification, aux autoroutes, aux aéroports, aux ports et à d'autres infrastructures, sont désormais très importantes et l'Inde entre dans un tout nouveau cycle d'investissement privé. Le marché immobilier se redresse rapidement après un long ralentissement, le secteur bancaire est en très bonne santé et l'inflation semble bien maîtrisée. Des élections législatives auront lieu en avril, mais nous pensons que M. Modi conservera facilement le pouvoir et continuera de susciter un fort optimisme au cours de l'année à venir.

L'exposition européenne a également connu un bon trimestre. Malgré quelques prises de bénéfices en décembre, la période a été favorable pour **Ferrari**, qui a clôturé une excellente année. Le titre a été particulièrement solide en novembre après la publication des derniers chiffres, le constructeur automobile italien révélant que la totalité de la production jusqu'en 2026 avait déjà été vendue. Les fabricants de semi-conducteurs **ASML**, **ASMI** et **Inficon** se sont tous très bien comportés, bien que leurs chiffres d'octobre aient dans l'ensemble été jugés peu intéressants et que les entreprises elles-mêmes aient publié des prévisions prudentes. **Novo Nordisk**, le principal fabricant d'insuline et de médicaments pour la perte de poids, a connu un trimestre très solide qui a conclu une excellente année. Il s'est redressé en octobre, s'est inscrit en légère hausse en novembre et a fait l'objet de quelques prises de bénéfices en décembre. Son double portefeuille de produits constitue un atout exceptionnel, et la société devrait accroître son chiffre d'affaires et ses bénéfices nets de plus de 20% en 2024<sup>1</sup>.

En conclusion, l'année a été très éprouvante et si on nous avait dit en mars, voire à la fin de l'été, que la valeur nette d'inventaire terminerait l'année en hausse, le résultat nous aurait largement convenu et nous aurions été à la fois surpris et satisfaits. Outre le soutien très important apporté par l'Inde, la stratégie a énormément profité du rebond automnal, surperformant joliment les indices mondiaux au cours du dernier trimestre et du second semestre<sup>1</sup>. Comme cela a souvent été le cas au fil des ans, la partie américaine de la stratégie a été de loin l'élément le plus rémunérateur, et nous pensons que cette tendance devrait se poursuivre en 2024. La conjonction de la baisse de l'inflation, de la baisse des rendements obligataires et d'une saison de résultats très encourageante aux États-Unis au troisième trimestre a transformé les prévisions généralisées d'une récession américaine en un simple ralentissement en 2024. Nous pensons que l'Inde restera solide, malgré les élections législatives d'avril, tandis que les actions européennes semblent très bien valorisées et bien positionnées pour une reprise. Sans exception, les sociétés américaines de la stratégie sont très dominantes, extrêmement rentables, très bien financées et, selon nous, parfaitement valorisées. Nous abordons 2024 avec beaucoup plus de confiance.

---

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

---

*Les informations contenues dans le document ont une vocation d'information générale qui ne tient 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 qui reflètent les opinions du gérant. Andrew Dalrymple, le gérant, est employé par Aubrey Capital Management Limited, entité à laquelle la Société a délégué certains mandats de gestion. Ce document, présenté uniquement à des fins d'information, ne constitue pas un conseil en investissement ou une offre de produits. Les informations qu'il contient peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. La Société n'assume aucune responsabilité, directe ou indirecte, quant à l'utilisation des informations contenues dans le document. Le présent document ne peut être copié, reproduit, modifié, traduit ou transféré, sans l'accord préalable de la Société, à aucune personne ou entité dans une juridiction où la Société ou ses produits seraient soumis à des exigences d'enregistrement ou dans laquelle une telle distribution serait interdite ou considérée comme illégale. Les données montrant les performances et tendances passées ne constituent pas nécessairement une indication des performances ou des évolutions futures.*

---

*Données et informations au 29 décembre 2023*

---

*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.*

---