



Lettre du Gestionnaire 1^{er} Trimestre 2021

Andrew Dalrymple

Après une année 2020 très rentable, la stratégie a très bien commencé l'année et a fortement progressé en janvier, surperformant largement son indice de référence, grâce à de solides gains, notamment sur les positions en Chine.

La vigueur du marché des valeurs de croissance s'est maintenue au cours de la première quinzaine de février, la stratégie atteignant un plus haut historique, avant qu'une rotation brutale des marchés actions ne commence à se produire. La perspective de la fin du confinement mondial et d'un retour à la normalité a provoqué un changement du sentiment vis-à-vis des titres à forte croissance, ainsi qu'un regain d'intérêt pour les secteurs de l'énergie, de l'industrie, du commerce et des voyages, pour ne citer que les principaux. Cet enthousiasme tient indéniablement aux prises de bénéfiques dans les secteurs qui avaient le plus profité des perturbations causées par le confinement. Après avoir enregistré des gains aussi solides au cours des dix derniers mois, la stratégie a été pénalisée par cette dynamique, et nous avons subi des ventes massives sur un grand nombre de nos positions.

L'évolution du sentiment de marché a été exacerbée par une hausse rapide des rendements obligataires, les investisseurs ayant commencé à anticiper une reprise de la croissance et un potentiel d'inflation. S'il est vrai que les finances publiques des pays développés se trouvent dans une situation précaire, on ne peut pas en dire autant des ménages, qui ont bénéficié d'une longue période d'épargne forcée, étant donné la mise en suspens des vacances et des grands postes de dépenses personnelles. Certains craignent que le retour à la normalité n'entraîne une flambée des prix, à mesure que la demande latente est libérée, et qu'elle ne se traduise par une hausse de l'inflation. En outre, les États dépensent encore des montants extraordinaires pour soutenir leurs économies, ce qui risque également d'accroître les pressions. En attendant, les cours des matières premières, aussi bien des métaux que du pétrole, ne cessent d'augmenter par anticipation, ce qui est encore aggravé par les contraintes d'approvisionnement exercées sur le secteur par les pressions environnementales. À bien des égards, le marché se retrouve pris entre le marteau et l'enclume. Plus la reprise économique est forte, plus la probabilité d'une hausse des rendements obligataires est importante, une dynamique qui n'est pas favorable aux investisseurs en actions de croissance.

Toutefois, il n'est pas certain que cette combinaison aboutisse réellement à un bouleversement aussi radical. Il y a un an, les rendements obligataires se sont effondrés et les récentes hausses pourraient bien n'être qu'un retour au statu quo précédent. Les pressions salariales devraient être faibles, car le chômage reste élevé et les plans de soutien publics pourraient bien être réduits en fonction de la vitesse de la reprise, même si les signes indiquent que les banques centrales maintiendront des politiques accommodantes. Dans l'ensemble, nous sommes prudents, mais pas très inquiets.

Le risque est que la dévalorisation des valeurs de croissance soit aussi brutale qu'elle l'a été au cours des huit dernières semaines, à mesure que les rendements augmentent davantage, et nous admettons avoir été pris de court par la rapidité et l'ampleur des fluctuations du marché. Toutefois, nous avons connu des cas similaires par le passé, et même sans remonter très loin, en septembre dernier, lorsqu'un retour attendu à la normale a provoqué une correction qui, à ce moment-là, s'est révélée assez sévère. À l'heure actuelle, cette tendance ressemble davantage à une rotation des marchés qu'au début d'une forte baisse. Bien que les valeurs de croissance aient été particulièrement malmenées, nous avons été rassurés par les bonnes performances des secteurs plus conventionnels et par la progression de 9% sur le trimestre des marchés mondiaux, mesurés par l'indice MSCI AC World.

Les lecteurs réguliers de cette lettre sauront que, depuis quelques années, la stratégie est fortement axée sur l'Amérique et la Chine. Or, après un début d'année 2021 en fanfare, le sentiment à l'égard de la Chine s'est nettement détérioré. Cette dégradation s'explique par la mauvaise relation avec les États-Unis, les développements politiques décevants à Hong Kong, et la publicité accrue entourant le traitement de la communauté ouïghoure en Chine. En outre, les signes montrent que les dirigeants actuels semblent plus enclins à favoriser le secteur public, et sont moins intéressés par une expansion économique rapide, ce qui freine la croissance du crédit, notamment dans le secteur de l'immobilier résidentiel. Bien que tous ces éléments soient très défavorables, nous avons vécu de nombreux épisodes similaires à celui-ci au fil des années, et l'ensemble des analystes estiment que l'économie chinoise enregistrera une croissance d'environ 8% cette année¹.

Toutefois, les reculs de nos positions à Hong Kong et en Chine, en particulier celles cotées en Amérique, ont été fortement influencés par la liquidation très médiatisée du family office Archegos. Bien qu'aucune de nos positions n'ait été détenue par l'entité en faillite, **New Oriental Education**, **JD.com**, **Bilibili** et **NIO** ont toutes été fortement vendues. Nous avons profité de ces baisses pour renforcer **New Oriental Education**, qui reste le leader incontestable du marché chinois du soutien scolaire. Toutefois, dans la mesure où la Chine représente environ un tiers de la stratégie, l'incident dans son ensemble n'a pas eu réellement d'impact.

En raison des conditions de marché changeantes, nous avons également apporté quelques modifications à la partie américaine de la stratégie, afin de refléter l'évolution du sentiment du marché et de nous exposer au redressement économique, au renforcement de la consommation et à la reprise des voyages. Dans ces conditions, **Ansys**, **Airbnb** et **Avalara** ont été vendues, tandis que **Pinterest** a été réduite. À leur place, de nouvelles positions sur **Old Dominion Freight**, **Avery Dennison**, **Booking.com** et **Mastercard** ont été initiées. Toutes ces positions ont très bien démarré. Bien que nous envisagions un certain nombre d'opportunités, nous restons attachés à nos positions dans la nouvelle économie et le commerce électronique, aussi bien en Amérique qu'en Chine, et nous demeurons convaincus que les changements que nous avons observés l'année dernière, dans la manière de faire des affaires et les nouvelles façons de fournir des biens et des services, sont appelés à durer.

Les marchés actions semblent avoir pris du recul concernant la hausse des rendements obligataires, qui a été le catalyseur de la correction, et même si nous restons attentifs dans cet environnement, nous pensons que les valeurs de croissance retrouveront leur équilibre en temps voulu. Le mois prochain, de plus en plus d'entreprises américaines annonceront leurs résultats trimestriels, et si les États parviennent à avoir le courage de permettre à leurs citoyens de reprendre une vie normale, les perspectives économiques deviendront plus claires. Nous nous inquiétons de l'orientation politique en Chine et nous craignons les conséquences inhibantes d'un gouvernement Biden en Amérique (soutenu par un Congrès sous contrôle démocrate), qui risque d'accentuer les pressions fiscales et administratives sur les entreprises. Quoi qu'il en soit, nous n'aurons pas d'autre choix que de composer avec ces problèmes à mesure qu'ils se présenteront.

Cela dit, investir est une activité passionnante, et les opportunités ne manquent jamais pour le gestionnaire de portefeuille qui sait être attentif et curieux. Bien que le trimestre ait été décevant, il est important de ne pas trop se laisser distraire par la volatilité des marchés à court terme et de rester concentré sur le potentiel de croissance à long terme de notre stratégie.

¹ Pas de garantie de résultat, 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 31 mars 2021

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.
