



Lettre du Gestionnaire 1^{er} Trimestre 2022

Andrew Dalrymple

Le premier trimestre 2022 a été une période exceptionnellement difficile. En effet, nous n'avions pas connu de correction d'une telle ampleur depuis la crise financière mondiale de 2008. Le mois de janvier a été particulièrement défavorable, les valeurs de croissance dans tous les secteurs ayant été vendues massivement. Pour les indices boursiers généraux, les dégâts ont été relativement modérés, en raison du large soutien d'un secteur énergétique solide, dopé par la hausse des prix du pétrole. Par ailleurs, les banques et autres établissements financiers, à qui la hausse des taux d'intérêt convient très bien, ont bénéficié d'une forte demande. En outre, les plus grandes valeurs technologiques de croissance, fortement pondérées dans les indices, ont relativement bien résisté à la tempête. À l'inverse, les valeurs de croissance de taille moyenne et de petite taille ont été malmenées.

Le mois de février n'a pas été de meilleure facture, tandis que les secteurs de l'énergie, de la finance et des matériaux ont poursuivi leur progression. Afin de remettre la situation dans son contexte, à la fin du mois, 42% des 3 000 titres de l'indice Nasdaq Composite américain avaient perdu plus de 50% de leur valeur depuis le début de l'année. Le mois de mars a de nouveau été extrêmement volatil et le marché actions chinois a connu une période particulièrement difficile. La situation ukrainienne et les sanctions à l'encontre de la Russie auxquelles elle a donné lieu, ont semblé convaincre tout un ensemble d'investisseurs que, précisément, les actions chinoises pourraient subir le même sort. Le mouvement de vente qui en a résulté a été particulièrement systématique, et au cours des deux premières semaines du mois, l'indice CSI 300 a cédé 13%, tandis que l'indice Hang Seng China Enterprises a fait un plongeon vertigineux de 23,6%. Bien que les deux indices aient regagné une partie de ces pertes en fin de mois, cette correction n'en a pas été moins traumatisante.

Il existe plusieurs raisons à ce repli très important des marchés. Avec le début du retrait du programme de relance financière à long terme de la Réserve fédérale, les rendements obligataires n'ont cessé d'augmenter tout au long du trimestre. Cette tendance a eu un impact très négatif sur les valorisations de nombreuses valeurs de croissance de plus petite taille, car la hausse des taux réduit la valeur actuelle des bénéfices futurs. Et nombre d'entre elles, bien qu'elles soient bien financées, ne sont pas encore rentables, car elles restent fortement tournées vers la croissance de leurs activités. Les baisses de 30% à 50% dans ce segment du marché ont été assez courantes ce trimestre.

Par ailleurs, comme on l'a largement signalé, la hausse de l'inflation (due à la flambée des prix des matières premières, la perturbation des chaînes d'approvisionnement et l'amélioration de l'emploi entraînant une hausse des coûts de la main-d'œuvre) ont suscité de nombreuses inquiétudes. Les analystes semblent aujourd'hui se battre pour savoir qui anticipera les taux d'intérêt les plus élevés d'ici la fin 2022. En début d'année, nous avons estimé que l'inflation était probablement un phénomène temporaire, car il n'existait pas de pénurie particulière et nous pensions que les perturbations des chaînes d'approvisionnement seraient corrigées. Toutefois, l'invasion de l'Ukraine a changé cette dynamique à court terme, entraînant une envolée très rapide des prix des matières premières. Les prix du pétrole, du gaz, des métaux et de l'alimentation ont tous fortement augmenté depuis le début de l'année et cette tendance s'est accélérée après la levée de boucliers contre la Russie. À l'heure actuelle, nous pensons que la guerre en Ukraine va s'enliser pendant un certain temps et que ni l'une ni l'autre des parties ne cédera du terrain. Les Ukrainiens devraient poursuivre leur défense courageuse et éminemment louable, tandis que les pressions pour que la Russie aboutisse à une issue positive augmenteront. Cela dit, comme l'affirme un dicton « le remède aux prix élevés, ce sont les prix élevés » et la réponse inévitable sera l'augmentation des capacités de production pour répondre à l'amélioration de la demande, ce qui devrait se produire rapidement. Bien que les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme continuent de favoriser ce scénario, les perspectives restent loin d'être certaines.

En ce qui concerne la performance opérationnelle des positions de la stratégie, la plupart de nos entreprises américaines ont publié leurs chiffres trimestriels ou leurs résultats pour 2021. Et bien que l'accent ait été mis sur les perspectives, elles ont produit presque invariablement de très bons chiffres. **STAAR Surgical**, un fabricant de lentilles de contact implantables, a progressé à 41% en 2021, inscrivant un bond spectaculaire de sa rentabilité qui devrait se poursuivre cette année. Le titre a progressé de 18% à la suite de cette annonce, mais il avait déjà chuté de 50% par rapport aux plus hauts atteints à la fin de l'été dernier. **Axon Enterprises**, le fabricant de Tasers et de caméras corporelles utilisées par le personnel de police et de sécurité, a également annoncé une croissance de ses ventes et de son bénéfice net de plus de 20%. Bien que les résultats de **Pool Corporation** aient été, comme d'habitude, irréprochables, les actions sont en baisse de près de 20% depuis le début de l'année. **NVIDIA**, le premier fabricant mondial de puces graphiques, a publié des bénéfices nettement supérieurs aux attentes et revu à la hausse ses prévisions. Malgré ces annonces indéniablement positives, le titre a perdu 7%. Le plus extraordinaire a été la réaction face aux chiffres étonnamment bons de **SiTime**, le fabricant de puces de chronométrage en silicium. Normalement, une croissance du chiffre d'affaires de 88%, une rentabilité élevée et des prévisions encourageantes auraient dû être bien récompensées. Au lieu de cela, le titre a chuté de 17% le lendemain. Nous nous trouvons sur ce type de marché à l'heure actuelle. Toutefois pour conclure cette série de résultats aux États-Unis, **Align Technologies**, **Kornit Digital**, **Old Dominion Freight** et **Dexcom** ont également publié des bénéfices très satisfaisants.

À l'heure actuelle, l'Amérique nous semble être le marché le plus attractif. En plus d'être aujourd'hui un exportateur de pétrole, elle est à l'abri des troubles en Europe. L'économie semble relativement robuste, avec un taux de croissance du PIB attendu de 3,3% cette année, alors que l'emploi poursuit sa croissance et que les finances des ménages sont satisfaisantes. La perspective de relèvement des taux d'intérêt devrait déjà être intégrée par le marché boursier puisqu'ils sont largement anticipés, même si la vitesse de la réduction attendue du bilan de la Réserve fédérale pourrait bouleverser ces prévisions. Au cours du trimestre, une nouvelle position a été initiée sur **HEICO**, un fournisseur très bien établi de pièces détachées d'avions, et nous avons racheté une position sur **Sprout Social**, dont le logiciel évalue la réponse à la publicité en ligne et sur les réseaux sociaux. En outre, nous avons initié des positions sur **Doximity** et **Zillow** et renforcé celle sur **STAAR Surgical**. Cette dernière, qui, comme nous l'avons dit, fabrique des lentilles correctrices qui sont insérées chirurgicalement dans l'œil pour créer une lentille de contact permanente, vient d'obtenir l'approbation de la FDA pour ses produits aux États-Unis. Cette évolution qui a été très retardée, en raison de la léthargie habituelle dans le secteur public, ouvre une formidable opportunité de croissance pour compléter ses activités très bien établies en Asie et en Europe.

En revanche, et la mort dans l'âme, nous avons vendu la dernière des positions de la stratégie en Chine. L'année dernière a été marquée par des interférences réglementaires persistantes et massives de la part du gouvernement, et la poursuite d'une politique tendant vers une situation de « zéro Covid » en Chine s'est traduite par de nouvelles mesures de confinement à Shanghai et à Shenzhen, ainsi que dans d'autres villes moins importantes, suscitant de nouvelles craintes d'un sérieux ralentissement économique. Tant que ces conditions se maintiendront, le potentiel de hausse de la Chine nous semble limité. Le produit de ces ventes a été déployé en Inde, où nous avons acquis des participations dans **Godrej Properties** et **Maruti Suzuki**, ainsi qu'en Amérique et en Europe. Nous restons très optimistes vis-à-vis de l'Inde, car nous pensons que le marché immobilier local, qui a été très atone pendant une période prolongée, entre dans un nouveau cycle. **Maruti Suzuki** est de loin le premier constructeur automobile indien, doté d'un solide portefeuille de nouveaux modèles et d'un marché automobile en forte progression.

En Europe, les résultats n'ont pas non plus été au rendez-vous, toutes les positions de la stratégie se négociant à la baisse, même si elles aussi continuent d'enregistrer de belles progressions. **Sika**, le fournisseur suisse de matériaux de construction, a annoncé une hausse de 17% de son chiffre d'affaires, l'amélioration des marges ayant contribué à une hausse de 27% du résultat net pour 2021. Malgré cette excellente nouvelle, le titre a été mis à mal toute l'année. **PVA Tepla**, le producteur allemand d'équipements de fabrication de semi-conducteurs, a annoncé une hausse de 14% du chiffre d'affaires du groupe, avec des bénéfices supérieurs aux attentes. Bien que le carnet de commandes semble très prometteur, les prévisions de la société pour le trimestre à venir se sont révélées décevantes et le titre s'est nettement replié. Au cours de la période, nous avons initié une nouvelle position sur **Befesa**. Cette société dont le siège est au Luxembourg recycle les poussières d'acier et les résidus d'aluminium et possède une activité rentable et à haut rendement qui bénéficie de la hausse des prix de l'acier. Nous avons également initié une position sur **ASML**, le premier producteur mondial de machines de lithographie utilisées pour produire des microprocesseurs. La société est présente dans 16 pays et possède un centre de R&D en Californie.

De toute évidence, les sociétés dans lesquelles nous investissons se négocient bien. Bien qu'elles soient en forte croissance et très rentables, les perspectives du marché boursier sont assombries par une chaîne d'approvisionnement perturbée, une hausse des coûts de production et une incertitude considérable due à l'invasion russe de l'Ukraine. Les investisseurs ne sont plus prêts à donner aux entreprises le bénéfice du doute et leur horizon s'est désormais recentré sur le court terme. Les valorisations des valeurs de croissance font donc l'objet d'une révision substantielle, un processus qui, nous l'espérons, est déjà bien avancé.

Nous pensons que les marchés resteront imprévisibles tant que les nombreuses incertitudes et les anticipations d'inflation ne se seront pas dissipées, ce qui est malheureusement peu probable dans l'immédiat. Il convient toutefois de rappeler qu'à une exception près, **Sea Ltd**, qui est extrêmement bien capitalisée, toutes les positions couvertes par notre stratégie sont très rentables et en croissance rapide. En outre, seule une poignée d'entre elles présentent une dette nette, ce qui devrait les protéger du risque de hausse des taux. Nous pensons donc que la stratégie sera bien placée lorsque les marchés se redresseront, et notre expérience au cours des vingt dernières années ou plus suggère fortement qu'il est rarement judicieux de vendre après une correction aussi prononcée.

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 2022

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.
