



Lettre du Gestionnaire 3^{ème} Trimestre 2022

Andrew Dalrymple

La stratégie a de nouveau traversé un trimestre difficile, clôturant les neuf mois les pires qu'ont connu les actions mondiales depuis le début des années 1970. Cela étant, le trimestre a été mitigé, avec des gains satisfaisants en juillet, les marchés ayant rebondi après avoir atteint des niveaux plancher, puis avec de légères pertes en août, avant que de nouvelles craintes d'une inflation élevée, combinées à la hausse de 0,75% des taux d'intérêt américains et à la déclaration « intransigeante » de la Réserve fédérale accompagnant cette décision, entraînent un net repli des marchés en septembre.

Le trimestre a été marqué par la saison des résultats du deuxième trimestre en Amérique, ainsi que par les résultats semestriels d'autres régions. Dans la plus pure tradition des marchés baissiers, la rapidité et l'ampleur de nombreuses réactions au niveau des cours des actions après ces annonces ont continué de surprendre. Par exemple **SiTime**, fabricant de puces de synchronisation en silicium, et l'une des positions les plus performantes de la stratégie au cours des deux dernières années, a reculé de 42% sur le seul mois d'août. Leurs chiffres indiquent cependant une croissance des ventes de 78,5%, avec des prix de vente moyens atteignant des niveaux record. La société bénéficie d'une rentabilité et d'un bilan solides, mais a néanmoins revu ses prévisions de chiffre d'affaires pour 2022 à +35%, contre +50% plus tôt dans l'année, ce qui a suffi à faire plonger le titre dans une spirale. Elle a également pâti de la faiblesse des valeurs mondiales dans le secteur des semi-conducteurs, qui ont quasiment toutes connu un mois très difficile. Au sein de la stratégie, **PVA Tepla** (Allemagne), qui est l'un des principaux partenaires technologiques et fournisseur de systèmes pour le secteur des semi-conducteurs, a également été affecté, de même qu'**Inficon** (Suisse) et **ASML** (Pays-Bas), qui fournissent tous deux des instruments sous vide et des équipements utilisés dans la fabrication de semi-conducteurs. Ces trois entreprises ont enregistré un repli de respectivement 19,8%, 13,7% et 12,7% en août.

En revanche, sur une note plus positive, **Staar Surgical**, le fabricant de lentilles implantables en remplacement des lentilles de contact ou de la chirurgie oculaire au laser, a publié de très bons chiffres. En plus du succès de son lancement en Amérique, son activité en Chine a été moins affectée par les mesures de confinement que beaucoup ne le pensaient, et le titre a ainsi progressé de 17%. **Sprout Social**, dont le logiciel assure le suivi des résultats de la publicité en ligne, a fait état d'un nouveau trimestre solide qui a surpassé les prévisions des analystes et ajusté les projections à la hausse, ou « beat and raise » comme se plaisent à le dire les américains. Il semble que les médias sociaux jouent un rôle de plus en plus important dans le marketing, et l'entreprise compte aujourd'hui plus de 33 000 clients, soit 14% de plus qu'il y a un an. Les perspectives demeurent excellentes, avec des prévisions de chiffre d'affaires annuel à 254 millions de dollars, ce qui représenterait une croissance de 34%. En réponse à cette nouvelle, le titre a fortement progressé. En Amérique, le distributeur de cosmétiques **Ulta Beauty**, ainsi qu'**Axon Enterprise** (tasers et caméras) et **Kornit Digital** (impression) ont offert une contribution positive en août, de même que **Meituan** en Chine et **Maruti Suzuki** en Inde.

Comme nous l'avons déjà mentionné, le mois de septembre a été particulièrement difficile, et seules trois positions sont entrées en territoire positif, toutes appartenant à la catégorie de croissance plus défensive, à savoir **Autozone** (réparation automobile), **Tractor Supply** (approvisionnement agricole) et peut-être de manière inhabituelle, un fournisseur de logiciels, **Sprout Social**. Malheureusement, aucun de ces gains n'a été significatif. Le côté négatif de ce bilan n'a pas été dominé par un secteur ou une région en particulier, comme en témoigne l'absence quasi-totale d'actualité concernant les entreprises à l'approche des résultats du troisième trimestre aux États-Unis, qui commenceront à être publiés à partir de la mi-octobre.

Les replis ont été largement alimentés par la situation macroéconomique, marquée par un ralentissement de la croissance, une inflation persistante et une hausse des taux d'intérêt, avec la Réserve fédérale en tête, favorisant encore la vigueur du dollar américain. Ceci étant, il a été relativement aisé d'identifier la raison du repli d'**East Money** en septembre. Poursuivant sa volonté irrésistible d'intervenir sur les marchés, le gouvernement chinois a remis en question la structure de tarification des courtiers et des gestionnaires de fonds. **East Money** étant le premier courtier et distributeur de fonds en Chine, le titre a fortement pâti de ce changement. Comme cela a souvent été le cas ces deux dernières années, le marché indien a relativement bien résisté en septembre, même si la société immobilière **Macrotech Developers** a souffert de la hausse de 0,5% des taux d'intérêt indiens et a reculé de 15,3%. L'inflation indienne est passée d'un pic de 7,8% en avril à 7,2% et semble sur une tendance baissière, ce qui nous laisse penser que les hausses de taux devraient être minimales.

Tout au long du trimestre, la stratégie a été exposée à l'Asie avec des positions en Chine et en Inde qui ont connu des situations contrastées. La Chine a été un marché très difficile, le gouvernement continuant de mener une politique de zéro Covid, ce qui a entraîné des confinements et des restrictions sporadiques mais malheureusement fréquents. En conséquence, l'économie a ralenti et le marché a été exceptionnellement difficile, l'ensemble des positions ayant eu un impact négatif sur la performance. De janvier à fin septembre, l'indice MSCI China a reculé de 32,1% et avait également enregistré des performances très décevantes en 2021 (-22,4%). En revanche, l'Inde s'est révélée bien plus favorable, avec un marché en légère hausse sur le trimestre et presque inchangé depuis le début de l'année. Au cours du trimestre, les positions de la stratégie sur **Macrotech**, **PVR Ltd** (cinémas) et **ICICI Bank** ont légèrement cédé du terrain, tandis que **Maruti Suzuki**, le constructeur automobile indien, a apporté une contribution positive.

À l'heure actuelle, il ne se passe pas une heure sans que les prédictions et prévisions économiques ne soient de plus en plus pessimistes. L'inflation devrait augmenter pendant une période prolongée, et avec elle, les taux d'intérêt, tandis que des faillites de particuliers et d'entreprises se profilent face à la « crise du coût de la vie ». Les prévisionnistes semblent ignorer la réalité, à savoir qu'à l'exception du gaz, qui est bien sûr très important, toutes les autres grandes matières premières sont en baisse. Les prix du cuivre, de l'aluminium, du nickel et même du pétrole sont soit inférieurs, soit à peine supérieurs à leurs niveaux de l'an dernier à la même période. Si une récession ou un ralentissement devait se produire, cette situation devrait ouvrir la voie à une nouvelle ère de croissance et exercer de nouvelles forces déflationnistes sur l'économie. En 2008, la vigueur de l'économie chinoise a permis de sortir le monde de la récession, mais le pays souffre désormais cruellement de ses confinements autodestructeurs et d'un secteur immobilier national en pleine crise.

Pour cette raison, il nous est difficile de souscrire aux prévisions de taux d'intérêt toujours plus élevés et nous pensons que la pression inflationniste mondiale est en train d'atteindre un pic, voire l'a peut-être déjà atteint. Si tel est le cas, cela devrait se traduire par une amélioration des statistiques dès le prochain trimestre, ce qui rendra moins nécessaire tout relèvement des taux. Les anticipations de taux d'inflation à long terme aux États-Unis demeurent extrêmement faibles, plaidant en faveur de ce scénario. Bien que les marchés pourraient encore fléchir, nous pensons que la plupart des mauvaises nouvelles sont désormais intégrées dans les cours. Bon nombre de nos positions sont à leurs plus bas niveaux de valorisation sur plusieurs années ou en sont proches et leur situation financière demeure excellente. Ce n'est donc pas le moment d'être trop pessimiste, quoi qu'en disent les gros titres.

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 30 Septembre 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.
