



## Lettre du Gestionnaire 1<sup>er</sup> Trimestre 2023

*Andrew Dalrymple*

Après une année 2022 exceptionnellement difficile et décevante, le trimestre a globalement commencé de manière plus encourageante avec une solide performance en janvier, suivie d'une performance stable en février et mars.

Le redressement de la confiance des investisseurs prendra du temps après l'une des pires années jamais enregistrées pour les investisseurs en actions et en obligations, mais généralement, lorsqu'un élan positif est observé en début d'année, cela constitue un bon signe. De nombreuses incertitudes subsistent – de l'issue de la guerre en Ukraine à la menace pour Taïwan d'une invasion de la Chine, en passant par la santé ou non de l'économie mondiale – et il n'est donc guère surprenant de voir le marché fluctuer comme cela a été le cas. Toutefois, la préoccupation la plus pressante pour les investisseurs est probablement la politique de taux d'intérêt définie par la Réserve fédérale américaine. L'économie mondiale a en effet besoin de taux d'intérêt plus élevés pendant un certain temps, non seulement pour freiner l'inflation, mais aussi pour fixer un prix approprié sur le capital. Les taux extrêmement bas fixés par les banques centrales d'Amérique et d'Europe ont créé d'importantes bulles d'actifs dans de nombreux domaines, du bon vin aux voitures de collection en passant bien sûr dans le secteur immobilier de presque tous les pays, car les investisseurs, privés du rendement de leur épargne, recherchent plutôt la plus-value de leurs actifs. Les espoirs et les attentes d'un assouplissement immédiat des banques centrales, et ce, dès que l'inflation commencera à baisser, semblent excessifs, et les données économiques ont ainsi joué un rôle encore plus important dans l'orientation des marchés et la confiance des investisseurs.

Certaines valeurs ont connu une évolution encourageante, en particulier **LVMH** et **Ferrari** dans le segment des produits de luxe, ces deux sociétés ayant largement contribué au succès de la stratégie. Les fabricants de semi-conducteurs **ASML**, **Inficon** et **PVA Tepla** ont tous stimulé la performance bien que ce dernier, après avoir enregistré une très bonne performance en janvier, s'est nettement replié en février, quand son fondateur et président a annoncé sa retraite de manière inattendue, et a vendu l'intégralité de sa participation. Le producteur d'insuline danois **Novo Nordisk** a également réalisé un très bon début d'année, dans le sillage de l'excellente performance enregistrée en 2022, alors que le fabricant suisse de matériaux destinés aux toitures **Sika** s'est inscrit en forte hausse. Les seuls freins à la performance en Europe ont été **Watches of Switzerland** et **Ashtead**. Le premier est particulièrement surprenant compte tenu de la vigueur récente de tous les autres distributeurs de produits de luxe, tandis que le second est essentiellement un pari sur l'activité de construction aux États-Unis, où le net retournement du sentiment à la mi-mars a pesé sur le titre.

Les positions américaines ont peut-être été plus contrastées, mais globalement payantes. La saison de publication des résultats du quatrième trimestre n'a pas eu de surprise, la quasi-totalité des sociétés de la stratégie ayant fait part de chiffres et de prévisions conformes ou supérieurs aux attentes. La stratégie a ainsi très peu évolué durant la période. **StaarSurgical**, un fabricant de lentilles de contact implantables qui exerce une grande partie de ses activités en Chine et a bénéficié de la réouverture, s'est inscrit en forte hausse. **Axon Enterprises**, le fabricant d'armes Taser et de caméras corporelles, a rendu compte de chiffres particulièrement solides pour atteindre un sommet historique, tandis que **Old Dominion Freight** a affiché une belle progression grâce à la normalisation des chaînes d'approvisionnement. L'essentiel des positions américaines est issu de secteurs de croissance relativement défensifs, comme ceux de la réparation et des services automobiles, des pièces détachées aéronautiques, des fournitures et des chaînes d'approvisionnement, ainsi que des produits cosmétiques. L'indice S&P 500 a progressé de 7 % au premier trimestre et la plupart des positions de la stratégie ont enregistré une hausse aussi importante.

Notre voyage d'étude aux États-Unis début mars a été, comme toujours, particulièrement révélateur. L'éventualité d'une récession américaine plane toujours sur le marché boursier comme une épée de Damoclès. Il est coutume de dire que les entreprises et les analystes sont les derniers à anticiper un ralentissement imminent, et c'est certainement le cas aujourd'hui. Selon la majorité des acteurs du marché, les chaînes d'approvisionnement étaient pour la plupart normalisées, les carnets de commandes restaient solides et les entreprises étaient en mauvaise santé sur le plan financier. Le marché du travail était considéré comme tendu, et la confiance des consommateurs est correcte sans être forte, mais il y avait peu de messages décourageants. À l'occasion de ce voyage, nous avons visité ou rencontré la direction de cinq de nos participations américaines actuelles, à savoir **SiTime**, **Dexcom**, **Tractor Supply**, **Doximity** et **Shopify**, qui ont toutes fait des présentations encourageantes. Il semble que cette année sera placée sous le signe de la prospérité pour les actions de l'« économie réelle », à savoir les valeurs industrielles, des distributeurs et des prestataires de services, et il existe de nombreuses opportunités à des prix très raisonnables dans ces domaines. **Dexcom**, le spécialiste du diabète et une position de longue date, nous a fait part de la nouvelle la plus intéressante, la société ayant connu une très forte dynamique de son activité. L'adoption d'appareils de mesure du glucose en continu s'accélère rapidement aujourd'hui et leur nouveau capteur de septième génération devrait changer la donne.

Alors que la volte-face extraordinaire de la Chine a entraîné une réouverture inattendue de l'économie, des positions dans **Alibaba**, **New Oriental Education** et **Meituan** ont été ajoutées ou réinitialisées. Elles ont été financées par des ventes en Inde, qui après avoir connu une bonne année en 2022, semble promise à une période de calme plat. Nous anticipons une normalisation de l'économie chinoise au fil de l'année, mais pour l'heure, la reprise semble progresser lentement et aucune de ces positions n'a contribué de manière significative.

L'année dernière a été extrêmement difficile pour les marchés boursiers et plus particulièrement pour les valeurs de croissance. Les valorisations ont été mises à mal par la hausse des taux d'intérêt, car les banques centrales s'alignent afin de freiner l'inflation. Il nous semble que le pire de cette dynamique soit désormais derrière nous, car nous observons un ralentissement de la croissance économique à l'échelle mondiale, que les prix des matières premières reculent et que le calcul de base de l'inflation cette année est désormais beaucoup plus élevé. Hormis les pressions sur les salaires, tous les autres indicateurs pointent dans la bonne direction. Bien qu'il s'agisse d'une tendance encourageante pour les coûts des ménages et des entreprises, le débat se poursuit sur le fait de savoir quand le cycle de hausse des taux atteindra son pic et combien de temps cela sera maintenu. Les prix du marché locatif américain sont toujours élevés, marché qui représente plus de 30 % de la composition de l'indice d'inflation, suivi des matières premières avec plus de 20 %. Pendant ce temps, l'inflation des denrées alimentaires en Europe reste obstinément élevée, affectée par les mauvaises conditions météorologiques observées en janvier.

Le fabricant danois d'insuline **Novo Nordisk** a également publié ses résultats annuels et fait part de son optimisme pour l'année à venir, avec une croissance de 20 % du chiffre d'affaires et de l'EBIT. Son nouveau médicament de perte de poids a attiré l'attention des médias pour des raisons évidentes. Approuvée en 2021, la marque Wegovy vient de recevoir l'autorisation de mise sur le marché à destination de la population adulte au Royaume-Uni, même si selon certains, elle était déjà disponible à Hollywood depuis 6 mois !

**SiTime** a encore dépassé les attentes avec ses résultats et la société a souligné les lancements de nouveaux produits prévus pour cette année. Les dispositifs de synchronisation en silicium font partie d'une série de produits haut de gamme dans les secteurs de la communication, de l'automobile, de l'industrie, de l'aéronautique, de la téléphonie mobile, de l'Internet et de la consommation, d'où un large éventail.

La saison de publication des résultats a été encourageante compte tenu des inquiétudes macroéconomiques qui ont dominé ce mois-ci, et nous serons aux États-Unis durant le mois afin de mieux comprendre les perspectives des entreprises. Le consommateur a bien résisté face à la hausse des prix et les mesures généreuses de soutien du gouvernement face à la Covid-19 ont soutenu leur bilan, ce qui nous amène à être optimistes.

---

*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 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.*

---