



## Lettre du Gestionnaire 3<sup>e</sup> Trimestre 2023

*Andrew Dalrymple*

La performance de la stratégie est restée globalement inchangée, à l'issue d'un trimestre mitigé et marqué par une certaine volatilité. Les marchés ont été freinés par le relèvement des taux d'intérêt dans les pays développés, tandis que les prix du pétrole sont repartis à la hausse suite à la réduction des approvisionnements de l'OPEP. Cet environnement défavorable a rendu toute progression très difficile, et l'indice MSCI World Index (EUR) a cédé 0,9% sur le trimestre.

En juillet, les marchés se sont bien comportés, malgré de nouvelles hausses des taux d'intérêt et des rendements obligataires, et l'amplitude du marché s'est améliorée. Au cours du premier semestre, le marché américain a été étonnamment dominé par les huit plus grandes actions de l'indice, dont sept sont de très grandes valeurs technologiques très populaires. Chacune d'elles a enregistré un premier semestre exceptionnel et une croissance rapide. En juillet pourtant, l'intérêt des investisseurs s'est davantage porté sur les valeurs de moyenne capitalisation, en particulier dans les secteurs de l'industrie, des services commerciaux, de la finance et de l'énergie.

L'autre fait marquant du mois de juillet a été le net redressement du marché boursier chinois dans la dernière semaine du mois. Il a gagné 8% après les annonces faites au cours d'une convention du Parti communiste, laissant vaguement présager des mesures de relance économique imminentes. Malheureusement, nous avons vendu presque toutes nos positions chinoises en début de mois, après un semestre extrêmement frustrant. À notre avis, les raisons qui ont motivé notre décision restent valables. La Chine ne s'est pas encore tout à fait remise des politiques de confinement prolongées que lui ont imposées ses dirigeants communistes, les aides publiques à l'économie font cruellement défaut, et le marché immobilier, un déterminant clé de la richesse de la population, reste dans un état calamiteux. Pendant ce temps, le chômage, en particulier chez les plus jeunes, a explosé, et la réglementation publique ainsi que l'ingérence étatique dans le secteur privé constituent une menace permanente.

Le produit des ventes des titres chinois a été alloué à l'Inde, et nous avons initié des positions dans deux des principaux promoteurs immobiliers du pays, **Godrej Properties** et **DLF Ltd** ainsi qu'une position dans **Apollo Hospitals**, le plus grand opérateur d'hôpitaux et de pharmacies en Inde. Nous avons une vision très optimiste des perspectives à long terme de l'Inde, qui bénéficie maintenant d'une quantité croissante d'investissements directs étrangers, d'un gouvernement favorable aux entreprises et d'une économie forte. Même si l'inflation a toujours été un gros problème en Inde, celle-ci est maintenant bien maîtrisée, et nous pensons qu'une réduction des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année est possible. En août, la publication des résultats des entreprises du deuxième trimestre a confirmé que les sociétés indiennes affichent une santé exceptionnelle, qui conforte considérablement notre optimisme. En septembre, nous avons encore accru l'exposition à l'Inde avec l'achat de **Zomato**, la plus grande franchise de livraison de repas en Inde, si bien qu'à la fin du trimestre, l'exposition de la stratégie à l'Inde atteignait près de 13%.

Quelques changements ont été apportés à la pondération européenne sur le trimestre, avec les ventes de **LVMH** (produits de luxe), de **Sika** (matériaux de toiture) et de **PVA Tepla** (équipements semi-conducteurs). **LVMH** a été une position rentable, tandis que **Sika**, bien que très défensive, a eu du mal à inscrire une quelconque progression compte tenu de la hausse des taux d'intérêt et de l'atonie de la croissance économique. **Novo Nordisk**, le producteur danois d'insuline, a publié des ventes spectaculaires pour son nouveau médicament pour la perte de poids. Son action a rebondi considérablement en août et a terminé le trimestre en nette progression. Heureusement, **Novo Nordisk** est l'une des positions les plus importantes de la stratégie. C'est donc une nouvelle très encourageante. Dans le secteur

technologique européen, nous sommes positionnés sur **ASML**, le premier producteur mondial de machines de lithographie pour le secteur des semi-conducteurs, **ASMI**, qui fabrique des équipements pour le traitement des plaquettes (« wafer ») à semi-conducteur, et **Inficon**, qui fournit des instruments innovants et des logiciels de contrôle avancés. Les trois entreprises ont fait état de bons chiffres intermédiaires ou trimestriels au cours de la période. Malgré la bonne progression d'**Inficon**, **ASMI** n'a inscrit qu'une faible hausse, et **ASML**, après un très bon premier semestre, a abandonné la plupart de ces gains ce trimestre et ne termine qu'en légère hausse depuis le début de l'année. **Ferrari**, qui est sans doute l'archétype de l'action de luxe, a été confrontée à des prises de bénéfices et a perdu du terrain. Elle reste néanmoins l'une des positions les plus rentables pour la stratégie depuis le début de l'année.

Aux États-Unis, après une période favorable en juin et en juillet, où le S&P a atteint de nouveaux sommets, le mois d'août s'est révélé beaucoup plus difficile en raison de l'augmentation des rendements obligataires, et de l'avancement de la saison de publication des résultats sur le deuxième trimestre. Le marché américain est toujours plongé dans une fébrilité extrême pendant les saisons de publication des résultats, et dans la mesure où ces dernières interviennent toutes les douze semaines, cela ne laisse pas beaucoup de temps à la normalité. En fait, les résultats des entreprises ont très bien résisté, et environ 80% des membres du S&P 500 ont dépassé les attentes des analystes. Toutefois, le marché américain a reculé de 5% au cours des deux premières semaines d'août, avant de connaître une reprise à l'issue de laquelle il a terminé inchangé.

La saison des résultats s'est accompagnée de la volatilité habituelle parmi les positions de la stratégie. **Nvidia** (semi-conducteurs), **Intuit** (logiciels de comptabilité) et **HEICO** (pièces de rechange pour avions) ont bien réussi à tirer leur épingle du jeu. Les investisseurs ont réagi aux deux premières avec enthousiasme, tandis que **HEICO**, qui a eu une année très stable, a été confrontée à des prises de bénéfices. Bien qu'elle génère constamment d'excellents résultats, **Axon Enterprises**, le fabricant de Tasers et de caméras-piétons, a eu une année plus difficile. Le trimestre dernier, l'annonce d'un nouveau modèle de Taser a suscité des inquiétudes et l'action a été vendue de manière assez agressive. Ce trimestre, **Axon** a publié des résultats impressionnants avec une croissance des ventes de 31%, des marges maintenues et des prévisions optimistes pour le reste de l'année. L'action a fortement progressé suite à cette nouvelle assurément positive. **Shopify** a également publié des résultats très positifs, notamment une croissance du chiffre d'affaires de 31%, et tous les autres indicateurs sont ressortis conformes aux prévisions. Malgré cela, son action s'est très légèrement repliée, probablement en raison de sa très bonne performance jusqu'à présent cette année. **Wolfspeed** (semi-conducteurs) et **Doximity**, fournisseur de support logiciel aux médecins et aux entreprises pharmaceutiques, ont publié des résultats décevants. Les deux positions ont sensiblement baissé et, dans la mesure où elles se sont déjà révélées décevantes, ont été vendues. Contre toute attente, **Dexcom** a perdu 18,9% en août, et a connu un trimestre très médiocre. La société a annoncé des résultats réellement spectaculaires fin juillet, entraînant d'importantes révisions à la hausse des prévisions. Mais, **Novo Nordisk**, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, produit des médicaments pour la perte de poids qui se vendent extrêmement bien. Constatant son succès, certains ont émis la théorie que plus personne ne pourrait être atteint de diabète désormais, et que la demande pour les appareils de mesure du glucose de **Dexcom** allait s'effondrer. À notre avis, un tel scénario relève du vœu pieux.

En septembre, les marchés boursiers mondiaux ont été soumis à un regain de pression. La Réserve fédérale a indiqué que, même si elle maintenait son taux directeur inchangé, les taux d'intérêt américains allaient probablement rester à leurs niveaux actuels pendant encore un certain temps, entraînant une forte hausse du rendement des bons du Trésor à 10 ans. En outre, la réduction de l'offre de l'OPEP, qui a entraîné une flambée des prix du pétrole, a exercé une pression supplémentaire sur les actions. Le sentiment du marché s'est détérioré face à une récession américaine largement anticipée, tandis que les rendements obligataires ont continué de grimper. Une grande partie de la faiblesse du marché des bons du Trésor américain est maintenant attribuée à un déficit public insoutenable, alors que la mal nommée « Loi sur la réduction de l'inflation » du président Biden injecte des liquidités dans l'économie.

Dans ces conditions, il est difficile de générer un rendement positif, et le mois d'octobre a démarré sur de nouvelles baisses des marchés. Avec des rendements obligataires qui se rapprochent désormais des niveaux observés pour la dernière fois en 2007, on commence à constater un retour à la normalité, ce qui à moyen terme constitue une excellente nouvelle. La mauvaise évaluation du capital au cours des quinze dernières années, en entraînant des distorsions flagrantes, des erreurs d'allocation et des anomalies, a permis à un trop grand nombre d'entreprises médiocres de perdurer. En parallèle, les données les plus récentes sur l'emploi en Amérique ont confirmé que, contrairement à de nombreuses attentes, l'économie américaine reste en bonne santé malgré près de deux ans de hausse des taux d'intérêt. À terme, l'éviction des acteurs les plus faibles pourrait avoir pour effet de conforter encore

davantage la position des entreprises les mieux gérées et les mieux financées, un résultat qui conviendrait particulièrement bien à notre stratégie.

---

*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 Septembre 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.*

---