

ENQUÊTE D'ALPHA



Décembre 2023

LE CONTEXTE

- **La hausse des taux monétaire touche à sa fin.** Le ralentissement de l'inflation est réel, alors que tous les effets des violentes hausses de taux courts des banques centrales américaines et européennes ne sont pas encore manifestés. Nous considérons que les hausses des taux directeurs sont derrière nous aux Etats-Unis et de moins en moins probables en Europe dans le contexte actuel.
- **Le ralentissement oui, la forte récession non.** Dans un contexte démographique propre à des taux de chômage durablement bas, le ralentissement actuel ne se traduira pas par une crise économique majeure car la consommation reste globalement résiliente malgré l'impact de l'inflation (en particulier alimentaire).
- **Vers la fin du cycle de destockage.** Alors que 2022 s'était démarqué par un fort restockage de l'économie (avec impact positif sur la production et donc la croissance), 2023 a été une année de destockage entraînant un commerce mondial et des indices de production en berne. Nous pensons que le mouvement est désormais bien avancé, et que la situation sur les stocks va se normaliser après un cycle Covid très chaotique.

RETOUR DE TERRAIN

L'équipe de gestion d'ARBEVEL a rencontré une centaine de sociétés après la saison des résultats du troisième trimestre. Le **ralentissement de l'activité** et la faible visibilité sont des points centraux de leur discours, pour la première fois aussi nettement depuis les hausses de taux. Leur **agilité est encore à l'épreuve**, non plus sur le front de l'inflation des matières et de l'approvisionnement, mais cette fois **sur le front des baisses de volumes et des hausses de salaires**. Défi relevé puisque les publications trimestrielles affichent **encore des marges en hausse**. Les frais financiers n'ont en général pas encore affecté les comptes, la plupart des sociétés n'ayant pas encore eu besoin de se refinancer, pourtant la gestion du cash devient obsessionnelle. A ce stade, on peut basculer rapidement aussi bien vers des réductions de coûts, notamment des effectifs, qui nous emmèneraient vers une récession, que vers une reprise de l'activité puisque les stocks semblent bas et tout redémarrage de la demande serait répercuté sur la production sans amortisseur.

Il reste à espérer que la forte remontée des salaires réels accélère la consommation, via le regain de pouvoir d'achat, avant de trop peser sur les entreprises.

Le déstockage, qui avait pesé sur les ventes des 12 derniers mois, semble être arrivé à son terme.

Presque toutes les sociétés pensent que le déstockage est terminé, certaines avec plus de visibilité que d'autres sur l'ensemble de la chaîne de distribution. Une « paranoïa du cash » est en place, compte tenu des taux d'intérêt élevés, et toutes les sociétés optimisent leur Besoin en Fonds de Roulement.

La réduction des stocks est facilitée par une quasi-normalisation de la chaîne d'approvisionnement. Les entreprises parlent d'une complexité d'approvisionnement encore supérieure à l'avant Covid,

mais nettement réduite par rapport aux deux dernières années.

Désormais, la croissance des ventes reflète donc la croissance de la demande, mais celle-ci est molle car les volumes, dont la dégradation s'amenuise, n'ont pas pris encore suffisamment le relais des prix qui commencent à se tasser.

C'est dans l'agroalimentaire que les restrictions de consommations sont les plus visibles, avec un phénomène d'arbitrage vers le plus bas de gamme, les fameux biens essentiels, qui pénalise beaucoup les producteurs haut de gamme. Ainsi, **HUHTAMAKI**, société finlandaise qui fabrique des emballages alimentaires, voit un recul des emballages les plus sophistiqués et observe en Inde un report de la consommation en supermarchés vers des marchés traditionnels en vrac. La baisse des volumes enregistrée par les grands groupes agro-alimentaires (**DANONE, MONDELEZ, PEPSI, ...**) depuis un an semble toucher à sa fin. L'ensemble de la chaîne souffre de ce contexte, à l'instar de **VERALLIA** qui constate une baisse générale de ses volumes. Les baisses de prix anticipées grâce à un mouvement de désinflation sur de nombreux postes devrait permettre un retour du consommateur.

La consommation discrétionnaire souffre également. Les biens de loisir, tels que voiliers et camping-cars, ont vu les prises de commandes en net ralentissement, comme l'indiquent **BENETEAU** et **TRIGANO**. Les articles moins coûteux, tels que les fournitures scolaires, ont vu leurs achats reportés au dernier moment, comme le commentait **FILA BIC** essaie de se passer de promotions, mais la demande est freinée par la baisse du pouvoir d'achat. **SEB** fait face à une demande molle, et semble y répondre par des gestions de prix opportunistes en fin d'année, dans l'espoir de réactions favorables du consommateur.

Le consommateur américain semble en avance de phase sur le consommateur européen. Les publications de **HOME DEPOT**, dans le bricolage, **TARGET** et **WALMART** dans la distribution, voient une demande des particuliers qui continue de souffrir sur la partie discrétionnaire mais moins que les trimestres précédents. La demande professionnelle, en revanche, qui avait tenu jusqu'ici, baisse.

La consommation textile a mal démarré la saison automne/hiver, avec un mois de septembre exceptionnellement chaud. Les stocks sont donc à un niveau record en cette ouverture de la grosse saison Black Friday puis Noël (**SMCP**, **ZALANDO**, ...). Les dépenses marketing des acteurs les mieux financés pourraient leur permettre de gagner des parts de marché.

Dans les services, les gros projets sont retardés, compte tenu de l'incertitude sur l'environnement économique. Les pipelines des sociétés de services informatiques sont remplis de gros contrats transformants à marge élevée, mais les clients en diffèrent la mise en œuvre, toujours dans une perspective de préservation du cash. Ainsi, **NETCOMPANY**, au Danemark, répète depuis déjà trois trimestres que des beaux contrats dans les entreprises privées devraient arriver, mais sans que cela ne se traduise dans les commandes fermes. On observe les mêmes tendances chez **AUBAY** et **CAP GEMINI** en France.

Côté dépenses informatiques des grands donneurs d'ordres américains, on observe une décélération à 2 chiffres des prises de commandes, que ce soit chez **PALO ALTO** et **FORTINET** dans la cybersécurité ou **CISCO** dans les serveurs et infrastructures, sur une base de comparaison très difficile post-Covid. Les clients sont attentistes.

Les sociétés s'attendent à un rebond plus probable fin 2024, le temps de mettre en place les nouveaux matériels et logiciels.

En Asie, dans le secteur des semi-conducteurs, les fabricants de puces tels **LENOVO**, **SAMSUNG**, **SK HYNIX** comme attendu continuent de souffrir sur le segment PC, smartphones, et mémoires mais tous pensent être proches du creux (ce qui se voit déjà dans le prix des mémoires à la hausse), compte tenu du déstockage et des capacités excédentaires qui durent depuis 18 mois.

D'autres entament juste leur baisse après avoir résisté, comme le secteur de l'équipement agricole semble se retourner (**BUCHER**, **GRAINES VOLTZ**, **K+S**).

En revanche, certains secteurs se portent très bien et font exception au contexte, notamment la digitalisation de la santé (**NEXUS**, **GPI**,...), l'aéronautique (**SOGELAIR**,

GERARD PERRIER, **SAFRAN**, **HOWMET**, **AIRBUS**...), ou encore le secteur de l'énergie et les services associés (**TECHNIP ENERGIES**, **MAIRE TECNIMONT**). Et, bien sûr, du côté des gafams, de très bonnes publications (excepté **ALPHABET** qui a mal réagi en rapport avec la décélération sur sa partie cloud), soutenues par les perspectives enthousiastes autour de l'IA, permettent de porter encore un peu plus haut les couleurs des indices américains et du Nasdaq en particulier.

Du côté de l'électrification, **EATON CORP** et **SCHNEIDER ELECTRIC** font état de demande toujours très soutenue, que ce soit dans les infrastructures, la mobilité, ou encore les datacenters, stimulé par le « reshoring » encouragé par les réglementations et plans régionaux de relance tels que l'IRA aux Etats-Unis, RepowerEU en Europe, pour ne citer qu'eux.

D'autres encore abordent leur remontée, tels que les ventes de voitures d'occasion, qu'**ARAMIS** voit se normaliser (toujours 30% en dessous des niveaux pré-Covid).

La demande semble avoir atteint un point bas, certaines sociétés doivent déjà enclencher des réductions d'emplois pour compenser une trop faible utilisation des capacités. Ainsi, **NOKIA** a annoncé une réduction de 16% de ses effectifs, **HUHTAMAKI** a annoncé un plan de réduction de 5% de l'effectif, mais les annonces de ce type restent une exception.

Après une période de hausses de prix importantes et continues, les entreprises tentent de tenir des prix hauts pour maintenir des marges élevées dans la mesure où cela n'est pas préjudiciable sur la demande, et ce en dépit de la baisse généralisée des matières premières et de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement compensées négativement par des coûts salariaux et de financements plus importants

Dans la distribution, le recours systématique aux promotions est moins d'actualité, les stocks étant désormais en voie de normalisation.

Certains secteurs jouissant d'un pricing power exceptionnel poursuivent les hausses, comme dans la santé vétérinaire, avec **VETOQUINOL** et **VIRBAC**, les espaces de stockage pour particuliers qui observent une hausse moyenne de 5% annuelle à travers le cycle, le consommateur étant insensible aux hausses comme en témoigne le leader européen **SHURGARD**.

D'autres secteurs avaient tellement remonté les prix que les volumes ont fortement corrigé et doivent désormais les baisser. Ainsi, **VERALLIA** a passé en 2022 la hausse de ses coûts d'énergie dans les prix, avec des hausses de l'ordre de 30%, mais a été confronté en 2023 à des chutes de volumes soudaines, dans les boissons et l'alimentaire.

Certaines sociétés recommencent à jouer sur les prix pour gérer les parts de marché, comme **RATIONAL**, dans les fours culinaires professionnels, qui crée un avantage concurrentiel. D'autres investissent sur l'innovation et l'intégration de leurs produits dans des systèmes complets pour masquer des hausses de prix, comme le fait **WIENERBERGER** dans les toitures, en proposant des ensembles à construire au lieu de simples tuiles.

Par opposition, d'autres secteurs où la demande doit être dynamisée, subissent des baisses de prix très fortes, comme la chimie, avec **ARKEMA** qui a observé une baisse moyenne de ses prix de 10%, ou encore **FINFARM** 20%. Les matériaux de construction utilisant les produits chimiques répercutent cette baisse, comme **RECTICEL** dans l'isolation par mousse polyuréthane, qui passe des baisses de prix à deux chiffres. Quelques sociétés semblent devoir baisser les prix mais retardent autant que possible, comme **APERAM** (acier inox), **CHARGEURS** (textile) ou encore **COMER** (solutions pour l'industrie et l'agriculture).

Les équipementiers automobiles souffrent de l'indexation de leurs contrats sur les matières, alors que d'autres coûts sont orientés à la hausse. **PLASTIC OMNIUM** a du mal à redresser sa marge face à la pression des clients constructeurs automobiles, et la concurrence chinoise est forte.

En effet, le consommateur chinois n'étant pas revenu après le traumatisme d'un confinement radical, les exportations augmentent et, sur certains marchés, les containers chinois exercent une pression sévère à la baisse sur les prix depuis 18 mois, désormais revenus sur les niveaux pré-Covid après une multiplication par 7 au plus fort de la crise. On mentionnera à titre d'exemple les modules pour panneaux solaires chinois, dont les capacités ont été augmentées pour anticiper les objectifs européens, et sont désormais déversées à des prix divisés par trois par rapport au premier semestre, laissant peu de chance aux producteurs européens d'émerger sans protection réglementaire. **MEYER BURGER** et **WACKER CHEMIE**, en Allemagne, exercent un lobbying fort pour assurer un minimum d'autonomie de l'Europe sur les énergies renouvelables.

Si ce contexte est peu favorable à l'investissement, les sociétés ne négligent pas l'innovation, qui permet de masquer les hausses de prix et de répondre à des évolutions vers une demande soucieuse de l'environnement. Ainsi, la société de technologie médicale **AMBU**, qui fournit des endoscopes jetables, sait que tous ses efforts commerciaux pour gagner en pénétration du marché seront ruinés s'ils ne trouvent pas rapidement une solution pour rendre les appareils recyclables.

Le rythme de hausse moyenne des salaires en 2023 surpasse désormais celui de l'inflation, un soutien possible à la demande.

Les hausses salariales consenties en 2023 sont de l'ordre de 5 à 6% en Europe, légèrement moins en France où les coûts énergétiques en plus grande partie supportés par l'Etat rendent moins indispensables la défense du pouvoir d'achat. Plus les sociétés sont présentes en Europe de l'Est (Pologne, République Tchèque, ...), plus les hausses de salaires sont élevées.

La pénurie des employés qualifiés est un sujet pour toutes les sociétés intensives en main-d'œuvre. Cela traduit un défi démographique, inversant le rapport de force pour longtemps, et une baisse de productivité post-Covid. Surtout, les entreprises qui avaient licencié pendant le Covid avaient ensuite rencontré des difficultés à recruter, elles ont retenu la leçon et les licenciements semblent encore rares.

GERRESHEIMER, spécialisé dans les emballages pharmaceutiques à valeur ajoutée, comme les inhalateurs ou les stylos à insuline, explique que les nouvelles usines sont construites là où un bassin d'emplois qualifié a été identifié, et non là où on pourrait optimiser les coûts.

La hausse des coûts de financement ne semble pas (encore ?) affecter les sociétés.

Certains secteurs ont été désignés perdus dès le début de la remontée des taux par les banques centrales : l'immobilier, bien-sûr, mais aussi l'infrastructure, notamment les développeurs et investisseurs en énergies renouvelables, en tours télécom, ...

Ils sont bien évidemment les plus sensibles et ont infléchi leur stratégie en cédant des actifs lorsqu'ils étaient trop endettés. **XIOR**, par exemple, dans l'immobilier étudiant, a annoncé un plan de cession d'immeubles qui reste encore à exécuter. **GREENERGY**, dans les fermes éoliennes, a augmenté part d'actifs qui serait cédée une fois construite pour financer les nouveaux projets avec moins de dette. **NEOEN** a également aménagé sa stratégie afin d'autofinancer son plan de développement. **CELLNEX**, dans les tours télécoms, a cédé des actifs.

Le secteur des renouvelables est aidé par les catégories préférentielles dites « green bonds » leur permettant d'accéder à des taux réduits. **GREENERGY** a ainsi financé un emprunt 8 ans à 5,2% récemment.

La hausse des coûts de financement a d'ores et déjà modifié le comportement des entreprises, qui préservent leurs liquidités, mais la plupart n'ont pas encore senti la différence de frais financiers car elles s'étaient refinancées en 2021.

La remontée des frais financiers sera progressive, mais, à ce stade, elle semble bien préparée, d'autant que le marché obligataire n'est pas fermé, comme le montrent les émissions obligataires Haut Rendement des dernières semaines. Nous ne croyons donc pas que l'épouvantail d'un « mur de la dette » signe l'entrée dans la prochaine crise.

En conclusion, le discours des entreprises est nettement moins positif lors des publications du troisième trimestre, puisque même quand le déstockage semble achevé, la demande ne repart pas. Marges et liquidités sont remarquablement bien gérées, permettant de signer encore une saison de croissance bénéficiaire en dépit du contexte mou. Nous croyons que la hausse des salaires avec retard permet au consommateur de récupérer son pouvoir d'achat et sommes donc optimistes sur la suite de l'histoire.

Le plus gros changement tient moins au discours des entreprises qu'à l'accueil qui en est fait. Une dissymétrie était évidente jusqu'à fin octobre : une bonne publication ne méritait que quelques pourcentages de hausse, tandis que la moindre déception était conspuée par dizaines de pourcentages. Ce n'est plus le cas depuis le 27 octobre, où les banquiers centraux semblaient reconnaître que le niveau des taux était adéquat. Nous sommes convaincus que si l'inflation montre des signes de recul, que l'environnement monétaire se stabilise, une revalorisation des actions pourra intervenir. Cela semble bien le cas depuis deux semaines, où les bonnes nouvelles sont enfin saluées ! On citera les cas de ALFEN (+40% à l'ouverture) ou encore ADYEN (+30%), les deux ayant été victimes de fortes violences à la baisse...

Source : Arbevel. Les opinions exprimées dans cette communication sont réputées exactes au moment de la préparation de ce dernier, n'ont pas le statut de recherche indépendante et ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'investissement. Toute référence à des sociétés spécifiques ne constitue pas une recommandation d'investissement direct dans leurs titres.

LA MÉTÉO MICRO



Construction



Distribution



Consommation de base



Automobile



Matières premières



Industries



Semi-conducteurs



Energie fossiles



Energie renouvelables



Services informatiques



Chauffage / Climatisation



Loisirs

FOCUS PRODUIT

Pluvalca Sustainable Opportunities

Parce que les gérants sont convaincus que les modes de production vont changer, pour mieux prendre en considération les contraintes environnementales, parce qu'ils pensent que les comportements des consommateurs évoluent au profit d'une consommation plus durable, moins jetable, parce qu'ils observent que l'urbanisme et la construction allient la recherche du confort à l'efficacité énergétique, **ils concentrent leurs investissements sur les sociétés européennes qui apportent des solutions à ces grands défis**. A partir de huit sous-thématiques divisées en 2 grands enjeux :

1] **Croissance décarbonée** : Energies renouvelables, Efficacité énergétique, Economie circulaire, Transports propres,

2] **Mutations sociétales** : Education et digitalisation, Sécurité, Santé bien-être et Urbanisme durable.

Le fonds cherche à bénéficier de la dynamique de croissance liée à des tendances structurelles puissantes.

2022 et 2023 ont été très adverses à ces thématiques, puisque la remontée des taux d'intérêt a mis en péril la rentabilité de certains projets renouvelables, mis un coup d'arrêt à la construction neuve, différé les investissements des entreprises. Les prix de l'électricité et des métaux ont touché des points bas, alors que la Chine a compensé le manque de dynamique de son marché domestique par les exportations à bas prix. Enfin, la mise en place des réglementations européennes a été décevante. Le marché a été prompt à jeter toute forme de recherche de durabilité, d'autant que les secteurs de l'armement et du pétrole caracolaient en tête des classements.

Nous pensons que la sous-performance de ces thématiques a été excessive et que **les valorisations actuelles recèlent de nombreuses opportunités, maintenant que les taux d'intérêts semblent se stabiliser**. Les investissements en énergie solaire ont été très rapides en Europe ces dernières années et les ventes de projets se multiplient, accompagnées d'une création de valeur intéressante. Le coup d'arrêt de la construction neuve ne pourra pas durer dans un marché immobilier en sous-capacité et on construit différemment désormais, en comptabilisant l'empreinte carbone. Les cours des métaux de la transition énergétique sont à des points bas et montrent des signes de rebond.

Le fonds *Pluvalca Sustainable Opportunities* se trouve à la **confluence de trois partis pris rejetés par le marché depuis deux ans : le développement durable, les petites et moyennes capitalisations*, l'attention portée au socialement responsable**. Nous croyons que ces excès à la baisse constituent autant de potentiel de rebond et que les niveaux actuels constituent une opportunité.

Financière Arbevel attire l'attention des investisseurs sur le fait que tout investissement comporte des risques et vous invite à vous référer au prospectus de l'OPCVM et au document d'informations clés avant de prendre toute décision finale d'investissement. Pluvalca Sustainable Opportunities présente notamment un risque de perte en capital, les investissements réalisés et les revenus générés peuvent varier tant à la baisse qu'à la hausse. En ce sens, il n'est pas assuré que Pluvalca Sustainable Opportunities atteigne son objectif d'investissement. Les fluctuations des taux de change sont susceptibles d'avoir un effet négatif ou positif sur les rendements et les coûts lorsque le fonds est investi ou libellé dans une devise différente de la vôtre.

** Financière Arbevel attire l'attention des investisseurs sur le fait que les marchés des petites capitalisations sont destinés à accueillir des entreprises qui, en raison de leurs caractéristiques spécifiques, peuvent présenter des risques pour les investisseurs.*

Rédigée par l'équipe de gestion le 27 novembre 2023.

Cette communication, à caractère promotionnel, vous est fournie à titre purement informatif. Elle ne constitue ni une recommandation personnalisée ou conseil en investissement ni une sollicitation en vue la souscription d'un OPCVM géré par Financière Arbevel et ne peut s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. Les appréciations et estimations formulées dans cette communication reflètent l'opinion de Financière Arbevel à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement, de même que les éventuelles assertions quant aux tendances des marchés financiers, qui sont fondées sur les conditions actuelles de ces marchés. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Aucun engagement n'est pris par Financière Arbevel quant à la réalisation des prévisions évoquées dans cette communication. Les données et graphiques ont été calculés ou effectués sur la base d'informations publiques qui n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de Financière Arbevel. Ce document est strictement limité à l'usage privé de ses destinataires.



20, rue de la Baume – 75008 Paris
Tél : +33(0)1 53 23 04 30
E-mail : investisseurs@arbevel.com
Site Internet : www.arbevel.com