

ENQUÊTE D'ALPHA



Mars 2024

Communication publicitaire pour les investisseurs professionnels uniquement

LE CONTEXTE

- **L'économie américaine affiche une bonne santé**, avec des résultats supérieurs aux attentes pour les entreprises, un emploi résilient avec des créations record en janvier (353 000 emplois créés), une consommation soutenue par la hausse des revenus réels pour 2024 et des indicateurs macroéconomiques en 2023 favorables : Croissance persistante à 2,5%, un taux de chômage proche de ses plus bas historiques à 3,7% et une inflation revenue de 9,1% à 3,4%.
- **Cette bonne dynamique de l'économie américaine repousse les anticipations de baisse des taux de la FED** : seulement 4 baisses attendues contre 6 précédemment.
- **La croissance européenne stagne pour 2024** (projection de la commission européenne à 0,8% prévue contre 1,2% à l'automne) mais avec une inflation qui ralentit plus vite que prévu vers le mandat des 2% de la BCE.
- **Ouverture à une possible baisse des taux de la BCE**, qui selon nous, sera concomitante à la FED en juin. De surcroît, précéder la FED serait périlleux et pourrait exposer l'Europe à de l'inflation importée...

RETOUR DE TERRAIN

Depuis le début d'année, notre équipe de gestion a assisté à trois conférences, à Lyon, à Copenhague et à Madrid. Elle a rencontré physiquement plus de 150 sociétés, et partage leurs discours dans cette rubrique « Retour du terrain ».

Le discours des sociétés est plus positif que lors des publications du troisième trimestre, en octobre dernier, où les sociétés se préparaient à un risque de récession. **Le début d'année sera difficile**, car les bases de comparaisons sont encore élevées, tandis que **la majorité des entreprises tablent sur une amélioration graduelle au deuxième semestre. Les sociétés se risquent à publier des guidances chiffrées et celles-ci traduisent une amélioration attendue.**

Le début d'année est poussif et les sociétés nous préparent à un premier trimestre en net repli par rapport à un début 2023 encore dynamique, porté par des hausses de prix.

La consommation discrétionnaire reste morose, comme reflétée par les avertissements sur les bénéfices de **SMCP**, les mauvaises publications de **H&M**, **PUMA** et **ADIDAS**, en vestimentaire. Le ralentissement net du carnet de commandes de **BENETEAU**, dans la plaisance, est corroboré par le discours de **THULE**, dans l'équipement de loisirs extérieurs, pourtant positionnés sur des biens à moindre valeur unitaire, qui fait état d'une demande faible. Le secteur automobile reste prudent sur les volumes anticipés en 2024, d'autant qu'il subit la pression des constructeurs chinois très en avance sur l'électrique.

Même la consommation alimentaire est affectée, avec un arbitrage vers les marques distributeurs et aux dépens des produits sophistiqués. **RAISIO**, qui propose

des produits alimentaires abaissant le cholestérol ou des steaks vegan, en fait les frais. Cette tendance est très bien reflétée dans la demande d'emballages, comme le décrit **HUHTAMAKI**.

Le secteur des spiritueux fonctionne toujours au ralenti, avec une demande chinoise absente et une consommation américaine faible. **REMY COINTREAU** ou **PERNOD RICARD** ne tablent pas sur une reprise rapide. Les verriers tels que **VERALLIA** anticipent un premier semestre 2024 toujours difficile, marqué par le déstockage.

Une exception notable à cette morosité est à noter avec les valeurs vedettes du luxe telles que **HERMES**, **LVMH** voire **FERRARI**. Les jeux vidéo sont une autre exception, qui semblent se reprendre, marquant une normalisation après la période de digestion des excès du Covid. Ainsi, **UBISOFT** a particulièrement bien publié, tandis que **STILLFRONT** a fait état d'une croissance positive en novembre et décembre.

Les investissements font toujours les frais du manque de visibilité sur la conjoncture. Exemple dans les développements en Internet des objets (IOT) : **SECO** en Italie et **HMS NETWORKS** en Suède parlent d'un déstockage toujours important de leurs clients, assorti d'une prudence sur la conjoncture, aboutissant à des book/bill autour de 0,5. **BASLER**, **STEMMER IMAGING** ou **LECTRA** font état d'une moindre pression sur les prises de commandes, sans pour autant que la demande ne redevienne positive. La légère récession industrielle en Europe impacte en conséquence les producteurs et distributeurs de matières premières à l'instar de **JACQUET METALS SERVICES**, **APERAM**, **AMG** ou **ERAMET**, subissant une pression des volumes et en conséquence des prix. Pourtant, la dépense

informatique semble mieux orientée, portée par de gros projets en provenance des administrations publiques, a aussi observé une reprise de commandes en provenance des sociétés privées au Danemark, après une période d'attentisme. **SOPRA STERIA** pense pouvoir poursuivre son rythme de croisière à 6% de croissance organique.

Sur le secteur des semi-conducteurs, les fortunes sont très contrastées entre les équipementiers, d'une part, qui bénéficient de nouvelles capacités, avec une forte traction du segment des mémoires qui requièrent de nouvelles architectures, maîtrisées par **ASML** et **ASM INTERNATIONAL**, et les producteurs de puces, d'autre part, qui pâtissent temporairement de faibles volumes, et d'un déstockage visible notamment chez leurs clients industriels (**STM**, **INFINEON**). Des signaux positifs sur une reprise du marché du smartphone profitent à certains acteurs comme **ARM HOLDING** ou **SOITEC**.

Unanimité des sociétés pour anticiper un point bas au premier trimestre, suivi d'une amélioration graduelle au cours de l'année : bases de comparaison de plus en plus faciles, derniers déstockages terminés, baisse anticipée des taux et consommateur qui bénéficie d'un salaire réel en hausse ; le deuxième semestre retrouverait le chemin de la croissance !

CAP GEMINI guide sur une activité à un point bas au premier trimestre, et attend une amélioration graduelle à partir du deuxième trimestre, soutenue par les US.

STMICRO, **INFINEON** et **SOITEC** tablent toutes sur une amélioration de la demande dans la deuxième partie d'année, à la fois pour la demande industrielle et pour l'électronique grand public. **APPLIED MATERIALS** donne des perspectives positives à partir du deuxième trimestre.

REXEL anticipe des ventes 2024 stables, mais le début d'année sera sur la lancée de la fin 2023, avec des volumes européens en baisse de plus de 5%.

REMY COINTREAU et **PERNOD RICARD** tablent sur un retour de la croissance au deuxième semestre, puisque les bases de comparaison seront nettement plus favorables, surtout sur les marchés américain et chinois. **VERALLIA** met en garde contre un premier semestre difficile, tout en tablant sur une bonne année 2024.

Même son de cloche du côté des sociétés américaines, **JOHN DEERE** annonçant un premier semestre difficile et les sociétés technologiques, comme **EPAM SYSTEMS**, une accélération au deuxième semestre. Au Japon, **SHIMANO** met en garde contre un déstockage des clients qui n'est pas terminé.

Le joker sur lequel personne n'ose tabler de façon certaine est la reprise chinoise. Les sociétés exposées

à la Chine souffrent toujours de l'atonie de ce marché, notamment les sociétés d'équipement médical telles que **CARL ZEISS** dans les équipements pour la chirurgie oculaire ou **BARCO** pour le matériel de visualisation en salles d'opération. La politique anti-corruption pèse sur les dépenses des hôpitaux par exemple. **L'OREAL** a fait les frais d'un consommateur chinois qui boudait ses produits. Les métaux sont quasiment tous sur des points bas historiques, la Chine représentant jusqu'à 50% de la consommation de certains métaux.

L'effet des devises a été fortement adverse et a affecté les gros exportateurs, et encore plus les sociétés suisses ou basées dans des pays à devises fortes. Au dernier trimestre 2023, l'effet devises chez **L'OREAL** a été de 5bp négatif sur la croissance des ventes. Chez **STRAUMANN**, société suisse spécialisée dans les implants dentaires, la croissance des ventes a été réduite de 6bp, et surtout la marge opérationnelle a été affectée à hauteur de 180bp !

Si la tendance des ventes est nettement orientée vers un ralentissement, les sociétés ont bien tenu leurs marges et indiquent une bonne capacité à les maintenir encore en 2024.

Avec la baisse du prix des matières premières, les marges brutes ont toutes les raisons d'être orientées à la hausse, même sans hausses de prix qui deviennent délicates à passer. L'énergie et la logistique ont baissé à des niveaux qui ne sont pas nécessairement soutenables pour 2024. Les risques géopolitiques autour du canal de Suez seront notamment surveillés car ils peuvent faire revenir les problèmes d'approvisionnement. Les coûts ne sont plus en inflation forte, mais ne sont pas stabilisés pour autant. La tendance de hausse autour de 2-3% requiert des efforts de productivité, comme le rappelle **REXEL**, qui publie au dernier trimestre 2023 une hausse de prix de 0,5% en moyenne, et rapporte que ses fournisseurs leur demandent des hausses entre 1 et 5% début 2024.

C'est la hausse des salaires qui tient les directeurs financiers sur leurs gardes. La plupart des sociétés guident une hausse des frais de personnel autour de 4 à 5% lorsqu'elles sont européennes, et plus lorsqu'elles sont présentes sur des marchés émergents. **ALTEN**, dans l'ingénierie et le conseil en technologies, a publié une marge pour l'année en baisse de plus de 1,5pp, puisque les hausses de prix ne permettent pas de suivre les hausses des salaires.

Le pricing power sera encore clé ; les annonces de hausses de prix sont exceptionnelles dans un contexte où la demande est atone. Le secteur du luxe fait figure d'exception. **HERMES** a surpris le marché en annonçant une augmentation de prix générale de 8-9%.

Certaines sociétés de matériaux de construction ont paradoxalement bien tiré leur épingle du jeu, en compensant par les prix les baisses de volumes du résidentiel ; c'est le cas de **ROCKWOOL**, dans l'isolation, qui a battu son record de marge opérationnelle à plus de 14% dans une année de volumes qui laisse 25% des capacités inutilisées, et de **WIENERBERGER**, dans les briques et toitures. Les cimentiers font état d'une demande solide, en lien avec les programmes d'infrastructure, notamment aux Etats-Unis, tandis que les prix étaient augmentés de l'ordre de 20%, comme en témoignent **BUZZI UNCEM** et **VICAT**. La reprise de la construction résidentielle n'interviendra pas en 2024 pour ce secteur, qui se met en mode « génération de cash flow » pour résister au bas de cycle.

Afin de poursuivre leur désendettement, les sociétés gèrent les stocks au plus serré, les premiers refinancements augmentent les coûts financiers, et la reprise des commandes post-déstockage n'est pas aussi vigoureuse qu'attendue en raison d'une demande modérée. **APERAM**, par exemple, fait état de stocks au plus bas chez ses clients, mais n'a pas de visibilité sur l'accélération des ventes.

Les prises de commandes d'**ATLAS COPCO** ont déçu dans toutes les divisions, surtout en provenance des plus petites sociétés, qui ont tendance à utiliser leur stock.

Les sociétés tiennent un discours d'amélioration progressive de la demande trimestre après trimestre en 2024, et le marché y souscrit, comme le montre le net changement d'humeur lors de la publication des résultats annuels 2023. Au lieu de se crispier sur un premier trimestre annoncé en baisse, les réactions des cours donnent crédit à un bon deuxième semestre. Les bonnes nouvelles sont plus saluées que les mauvaises ne sont sanctionnées. Il n'est donc plus nécessaire de laisser passer les mauvaises nouvelles pour investir dans une société, la gestion court-termiste dite « momentum » pourra donc laisser la place à la gestion de convictions !

Ce début d'année connaît aussi une reprise des introductions en bourse avec **THEON INTERNATIONAL** et **RENK** qui avaient tenté une entrée il y a quelques mois sans succès, démontrant une reprise d'optimisme

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. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

LA MÉTÉO MICRO



Construction



Distribution



Consommation de base



Automobile



Consommation discrétionnaire



Industries



Semi-conducteurs



Energie



Services informatiques



Chauffage / Climatisation



Loisirs

DÉCRYPTAGE DU MARCHÉ CRÉDIT

Sur le crédit aussi, le climat s'est réchauffé : **L'impact de la remontée des taux est réel** et sans doute durable mais reste progressif. Les **entreprises** ont donc eu le temps de **s'adapter à ce nouveau changement de régime** : elles ont ajusté leur outil de production, optimisé leur besoin en fonds de roulement, maintenu un matelas de liquidités plus élevé que par le passé au bilan et anticipé bien à l'avance leur prochaine tombée de dettes. La sécurité financière se fait certes à un coût plus élevé. Mais la sécurité financière est à ce prix. La bonne nouvelle est que **les conditions de financement se sont détendues** et continuent de se détendre.

Après un excellent millésime obligataire en 2023, qu'attendre pour 2024 sur le crédit ?

Les **primes de risque** se sont resserrées c'est un fait. Mais en face, les résultats sont au rendez-vous. Surtout la qualité du gisement a progressé et l'amélioration des notations crédit est de nature à faire reculer le risque de défaut dans les prochains mois. Si, comme nous le pensons, l'économie européenne devrait converger vers un **scénario de croissance molle durable**, l'orthodoxie financière actuelle a toutes les chances de se maintenir à des niveaux élevés.

L'appétit des investisseurs pour les **dettes d'entreprises** a permis d'**absorber facilement le flux des émissions nouvelles** et par la même occasion de **favoriser les opérations de rachats de dette** avec dans certains cas des gains en capital (la plupart des obligations en circulation traitant encore avec des décotes). C'est la réconciliation du fondamental et du technique qui nous permet aujourd'hui de rester **constructif sur ce segment** avec une préférence pour les **maturités inférieures à 5 ans** étant donné l'inversion des courbes actuelle.

MULTIGESTION

Les indicateurs économiques publiés aux Etats-Unis ont une nouvelle fois surpris les investisseurs au 4ème trimestre, confirmant le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine et propulsant ainsi les marchés américains vers de nouveaux sommets en ce début d'année.

Avec une **croissance du PIB de +3.3% au 4ème trimestre 2023**, les Etats-Unis ont une nouvelle fois déjoué les pronostics. En effet, la consommation des ménages, qui contribuent au 2/3 de cette hausse, reste particulièrement vigoureuse, portée par la **hausse des salaires et le repli de l'inflation**. Quant à elle, la situation des entreprises semble également s'améliorer avec la fin du cycle de déstockage et le rebond des indices ISM manufacturiers depuis novembre.

Les **résultats des entreprises** ont eux aussi **positivement surpris** au 4ème trimestre. La hausse des bénéfices par action des sociétés du S&P 500 devrait être comprise **entre 7% et 8%**, là où le consensus attendait seulement 1%. Une performance à mettre principalement à l'actif des grandes valeurs technologiques portée par l'**enthousiasme suscité par l'Intelligence Artificielle**.

Le mouvement bien installé de désinflation a conduit la **Réserve Fédérale américaine** à anticiper **trois baisses de ses taux directeurs en 2024** mettant un terme au cycle de resserrement monétaire débuté en 2022. Toutefois, la **résilience de l'économie américaine** continue d'entretenir une pression sur les taux longs et pousse la FED à adopter un ton moins conciliant en ce début d'année.

Nous avons ainsi progressivement **renforcé les Etats-Unis** dans nos portefeuilles depuis le début de l'année 2023 et les actions américaines représentent aujourd'hui **plus 50% de notre poche action**.

Selon l'indicateur GDPNow publié par la FED d'Atlanta, le **PIB devrait progresser de près de 3% au 1er trimestre 2024**. Par ailleurs, le consensus mise sur une progression à deux chiffres des bénéfices des sociétés du S&P500 en 2024 toujours tiré par les valeurs de croissance, en particulier technologiques.

L'optimisme reste donc de mise en ce début d'année où nous continuons de **privilégier les actions américaines** dans nos allocations.

FOCUS PRODUIT

ARBEVEL SHORT TERM CREDIT

Si le mouvement de resserrement monétaire touche à sa fin, nous ne nous attendons pas à un cycle d'assouplissement massif pour autant. Les banques centrales ont récupéré de la marge de manœuvre pour agir (première baisse de taux BCE anticipée en juin 2024) mais il ne faut pas s'attendre à les voir procéder à des baisses préventives pour accompagner le ralentissement économique. Leur logiciel a changé et **elles vont désormais plus s'inscrire en réaction que dans l'anticipation.** Les entreprises l'ont bien compris, elles cherchent aujourd'hui à se montrer structurellement plus résilientes en calibrant au mieux leur activité pour préserver leur bilan et être en capacité de générer des liquidités, même dans un contexte de croissance durablement molle.

A cela vient s'ajouter **les refinancements par anticipation.** En effet, les groupes qui sont en capacité de le faire, préfèrent **rembourser une dette arrivant à échéance dans 12 mois et plus par une dette plus longue** (supérieure à 5 ans) quitte à payer un coupon plus élevé. Nous avons lancé le fonds le 1er décembre 2023, le jour même où **FAURECIA** annonçait une telle opération sur sa dette. Les jours suivants ce sont succédés **ILIAD** et **LOXAM**. C'est donc bel et bien **une réalité de marché.**

Le taux de rendement actuariel cible du fonds est de **4,3% brut de frais de gestion** ; ce rendement n'est pas garanti et calculé hors événement de crédit sur la base des conditions de marché du 31 janvier 2024 susceptibles d'évoluer dans le temps. Le fonds est classifié **Article 8 au sens de SFDR** et présente un SRI 2 sur 7 (indicateur représentant le profil de risque du fonds).

Une stratégie "pure" corporate (pas d'hybrides, de convertibles ou de placements privés) avec une exposition résiduelle aux émetteurs financiers et immobiliers. Le fonds bénéficie également d'une **diversification importante** avec 70 émetteurs (poids par ligne de 2% maximum), notés à minima par une des trois grandes agences, issus du gisement de la zone euro donc **insensible au risque de change.**

Des obligations de maturité au minimum d'un an et au maximum de trois ans avec une exposition cible de 50% aux titres présentant une maturité résiduelle supérieure à deux ans, d'émetteurs en majorité européens et ayant prouvé année après année leur **capacité de résilience** et ce quel que soit le cycle économique.

Nous sommes sur une **stratégie équilibrée.** Le fonds affiche aujourd'hui **un profil « crossover »** situé à cheval entre l'**Investment Grade** et le **High Yield** (environ 50% / 50%) tout en étant investi uniquement sur des **obligations à maturité finie.**

Source : Arbevel. Veuillez-vous référer au prospectus d'Arbevel Short Term Credit et au Document d'Informations Clés PRIIPS (« DIC PRIIPS ») du fonds avant de prendre toute décision finale d'investissement. Le prospectus et le DIC PRIIPS peuvent être obtenus sans frais auprès de la société de gestion (www.arbevel.com). Arbevel Short Term Credit présente notamment un risque de perte en capital ; une version plus détaillée des facteurs de risque qui s'appliquent au fonds est présentée dans le prospectus.

Rédigée par l'équipe de gestion le 28 février 2024.

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