

ENQUÊTE D'ALPHA



Juin 2024

Communication publicitaire à destination des investisseurs professionnels uniquement

LE CONTEXTE

Contrairement à l'Europe où **la baisse des taux est effective**, compte tenu d'une inflation revenue proche de l'objectif fixé par la BCE à savoir 2% et d'une croissance modérée en zone euro, **les Etats-Unis restent en prise avec une inflation encore tenace**, au-delà des 3%, en lien avec une activité toujours soutenue.

De fait, la future inflexion à la baisse des taux de la FED est repoussée de plusieurs mois, possiblement pas avant l'automne.

La primeur d'une **politique plus accommodante initiée par la BCE** par rapport à la FED est **relativement inédite**.

Cela pourrait **retarder l'affaiblissement du dollar par rapport à la monnaie unique** que les investisseurs dans leur grande majorité prévoient en début d'année compte tenu des déséquilibres budgétaires et commerciaux persistants outre-Atlantique.

RETOUR DE TERRAIN

L'équipe des 12 gérants actions d'Arbevel a rencontré une trentaine de sociétés suite aux publications trimestrielles et écouté une centaine de conférences téléphoniques de résultats des sociétés. Nous tentons ici de restituer le ton des entreprises.

Le point bas serait derrière nous !

Les résultats du premier trimestre reflétaient dans l'ensemble une forme de croissance, mais bien anticipée. Les marges ont été remarquablement maintenues dans un tel environnement.

Comme le marché, qui a réservé un bon accueil à cette saison de résultats, focalisons nous ici plutôt sur les aspects positifs :

- **(1) Les guidances annuelles ont été publiées et traduisent le message optimiste quasi-unanime pour le deuxième semestre** ; le point bas serait donc passé !

Les bases de comparaison sont les principales responsables de ce retournement, elles étaient particulièrement pénalisantes au premier semestre, puisque, début 2023, les sociétés livraient enfin les carnets de commandes accumulés post-Covid, les chaînes d'approvisionnement étant quasi-rétablies. Au deuxième semestre 2023, le coup de froid des hausses de taux mordait déjà ; les bases de comparaison du deuxième semestre 2024 seront bien plus faciles.

Des signaux positifs d'indicateurs avancés annonciateurs d'une meilleure conjoncture :

Le consommateur montre quelques signes de retour d'appétit : après une année de « trading down » sur le panier de consommation courante, nous notons des

signes de dégel : *Novonesis (ex Novozymes)* réussit à générer 18% de croissance sur les détergents ; l'innovation a été bien accueillie. *Straumann* fait état d'une reprise de la demande des implants dentaires.

Plusieurs acteurs de la chimie observent un retour des volumes positifs, notamment *BASF* qui, sur le segment de chimie générale affiche une croissance de 5 à 7%.

L'immobilier résidentiel allemand aurait fini de baisser, d'après *LEG Immobilien* qui a enregistré près de 15% de dépréciation de ses actifs au bilan lors des deux dernières années et annonce une stabilisation.

- **(2) Les marchés donnent du crédit à ce discours** et ont réagi positivement à des chiffres d'affaires en berne.

Infineon a publié des résultats faibles et revu en baisse la guidance annuelle ; pourtant le titre a monté sur la publication, les investisseurs pensant que le point bas ait été atteint, *TSMC* a annoncé la reprise des marchés des smart phones, mais *STMicroelectronics* n'a pas bénéficié de cette bienveillance, le point bas étant probablement encore un trimestre devant nous.

Les matériaux de construction et fournisseurs de solutions de chauffage et climatisation ont enregistré des fortes baisses de chiffre d'affaires qui engendrent des baisses de marges impressionnantes. Pourtant, le marché a accueilli positivement les publications de *Nibe* (pompes à chaleur) et *Ariston* (chauffage et eau chaude), qui bénéficieraient d'une rotation, alors même qu'ils ne se prononcent pas sur un retour des volumes.

Le secteur de la distribution a entamé une remontée boursière en dépit de publications peu inspirantes, mais qui laissent penser qu'un point bas avait été atteint.

Ainsi, *Zalando* a enregistré une belle remontée de son cours de bourse sur l'idée que son business model pouvait assurer un niveau de marge satisfaisant compte tenu des mesures prises, même sans reprise conjoncturelle.

Les stratégies de désendettement sont plébiscitées, et toute annonce de remontée des capex ou des coûts opérationnels est mal perçue. Aux États-Unis, *Meta* en a été l'archétype, avec un mauvais accueil des développements d'IA requérant des investissements, tout comme *Shopify*.

Les sociétés d'énergie renouvelable ont rebondi lorsqu'elles ont changé leur business model au profit de plus de cessions de projets ou d'entrée de minoritaires aux dépens de leur rythme de croissance. *Acciona Energia*, *Grenergy*, *Neoen* ont ainsi baissé leurs ambitions dans les nouveaux projets pour effacer la perspective d'une augmentation de capital.

Une rotation est à l'oeuvre, avec le rebond des sociétés value, et particulièrement les plus cycliques.

Alstom, *Téléperformance* (que nous ne détenons pas), *Rexel* comptent parmi les redressements les plus spectaculaires, dans un contexte de désendettement et d'une attente d'amélioration au second semestre.

On note également le rebond du marché chinois, la bourse donnant crédit à une reprise de cette économie en panne. Si la Chine repartait, plusieurs secteurs seraient particulièrement portés, notamment le luxe, les spiritueux, les loisirs, mais avant tout les métaux.

Pour la première fois depuis 18 mois, les résultats trimestriels de Stellantis ont été mal accueillis par le marché. Les fabricants automobiles allemands tels que *BMW* ou *Volkswagen* ont enregistré une baisse importante des marges (8.8% vs 12.0% pour *BMW*), certes sur des bases anormalement élevées (en 2023, peu de composants disponibles donc peu de voitures à livrer et concentration sur le premium), mais cette fois inférieures à la moyenne historique, reflétant la baisse des débouchés très rentables du marché chinois et les marges inférieures des véhicules électriques.

Les sociétés de jeux vidéo initient des plans de licenciements qui semblent traduire un vrai changement de modèle économique, qui nous laisse prudents.

Cette rotation permet d'élargir la performance au-delà des quelques stars boursières qui ont fait toute la hausse de 2023, et ouvre la voie à un retour en grâce des petites capitalisations, qui voient effectivement des flux de souscription revenir.

Pénuries à venir dans certaines ressources

Le mauvais accueil réservé aux plans de capex par le marché va alimenter une pénurie sur les ressources, énergétiques ou en matières premières. Les sociétés nous mettent en garde.

Matières premières : les sociétés utilisatrices de cuivre mettent en garde contre la pénurie

Le marché mondial du cuivre devrait connaître dans les prochaines années un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande. Alors que la production minière peine à suivre, pénalisée par des difficultés opérationnelles et réglementaires, la demande est portée par les mégatendances de la transition énergétique comme le développement massif des énergies renouvelables, l'électrification des usages (véhicule électrique, pompes à chaleur...) et la modernisation des réseaux électriques.

C'est le message principal que nous retenons de nos discussions avec le groupe *Nexans* qui bénéficie d'un avantage concurrentiel significatif sur ce sujet. Le groupe a sécurisé ses approvisionnements en cuivre pour les prochaines années grâce à son intégration verticale, avec ses propres capacités de transformation des cathodes de cuivre en fils conducteurs.

Nexans bénéficie également d'un contrat d'approvisionnement sur les prochaines années avec le minier chilien *Codelco*, ce qui lui confère une garantie d'accès au cuivre en cas de tension. En parallèle, le groupe investit massivement (50 à 70 M€ prévus cette année) pour accroître ses capacités de recyclage du cuivre, avec l'ambition d'atteindre 30% de cuivre recyclé. Cela lui permet d'offrir une prime de prix de 10% dans les câbles à usage du bâtiment, un segment en forte croissance.

A l'inverse, les principaux concurrents de *Nexans*, comme l'italien *Prysmian*, sont dépendants de fournisseurs tiers et donc beaucoup plus exposés aux tensions sur le marché du cuivre. Les alternatives au cuivre, comme l'aluminium, apparaissent limitées en raison de dépendances géopolitiques (l'alumine provient essentiellement de Russie et d'Ukraine) et d'une empreinte environnementale défavorable (l'aluminium est très énergivore).

Nous sommes actionnaires de *Lundin Mining*, société cotée en Suède exploitant principalement des mines de cuivre au Chili. Nous détenons également *Eramet*, exposée au manganèse, au nickel, au cobalt ainsi qu'au lithium, *AMG*, exposée au lithium et à des métaux rares, et *Befesa* exposée au cours du zinc à travers la revente de son matériau recyclé.

Multiplication des opérations de rachat publics

Depuis le début d'année, nous comptons 8 OPAs dans les fonds actions Arbevel !

Cette accélération s'explique par la décote des valeurs moyennes, à un niveau historique, par rapport aux sociétés de private equity ; ces dernières font donc logiquement leurs emplettes ! Des dirigeants ayant récemment réalisé leur introduction en bourse se retirent de la cote avec l'aide de fonds, comme *Believe* en France, *OX2* en Suède, *Greenvolt* en Espagne, ou encore *SALCEF* en Italie.

Nous recueillons des témoignages de dirigeants de sociétés cotées qui ne voient plus le bénéfice de la cotation, coûteuse et de plus en plus exigeante en termes de communication (extra-financière notamment

avec l'arrivée de la réglementation CSRD), avec pour tout bénéfice une décote de valorisation assortie d'une forte volatilité. Cette configuration est anormale et appelle des réponses institutionnelles. Il est temps que ça reparte !

L'échec de l'IPO fin 2023 de Planisware malgré les qualités intrinsèques de la société a servi de catalyseur à une prise de conscience du manque d'attractivité des small caps françaises en bourse. Les pouvoirs publics et plusieurs acteurs de place se sont depuis mobilisés pour redynamiser le segment.

Des assouplissements des critères PEA PME, pénalisants la gestion et des projets de fonds de place sont actuellement à l'étude. Rien n'est encore abouti, mais ils vont dans la bonne direction et la mobilisation est un fait nouveau et positif.

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

Le logiciel des banques centrales a évolué à la sortie de la crise sanitaire. Elles sont inscrites dans un **mouvement d'accompagnement monétaire** et il ne faut plus s'attendre à des baisses préventives de leur part.

Est-ce grave docteur ? la détente des conditions de crédit, la dynamique positive des résultats des entreprises dans un contexte d'atterrissage des économies sont des **moteurs bien plus puissants que le simple niveau de taux de la Fed ou de la BCE**.

Depuis mi-2023, 1/3 des échéances 2024 à 2026 ont été refinancées sur le marché à Haut Rendement européen (pas loin des 40% aux Etats-Unis¹). **Le « mur de dette » est donc en partie franchi** et devrait l'être dans les 12 prochains mois au rythme des émissions nouvelles.

Cette tendance a profité aux stratégies courtes ou les obligations traitent pour la plupart encore avec des décotes.

Qu'attendre maintenant sur le crédit ?

Le monétaire voit sa rémunération baisser en Europe. Les stocks sur ce segment ont atteint des plus hauts historiques et une partie de cette manne devrait être **redéployée progressivement sur le crédit**. Dans un contexte d'inversion des courbes et de taux plus élevés plus longtemps il n'est pas utile d'aller s'engager sur des durations longues. L'habitat préféré reste inférieur à 5 ans. Le gisement est à la fois profond et de qualité. **Les taux de défaut vont rester bas**, ce qui n'empêchera pas de voir certains émetteurs proposer des réaménagements de dettes plus ou moins douloureux à leurs créanciers. La sélectivité reste plus que jamais la règle. **Le crédit est redevenu un actif à rendement** et devrait le rester encore pendant de nombreux mois.

MULTIGESTION

Avec une croissance attendue en hausse de 4,2%² en 2024, les marchés émergents devraient continuer de dynamiser l'économie mondiale cette année, avec pour principales locomotives l'Inde et la Chine.

En Chine, la publication d'un **PIB en hausse de 5,3%³ annualisée au premier trimestre 2024** a surpris les investisseurs, et crédibilisé l'objectif de 5,0% fixé cette année par le Parti Communiste Chinois, un objectif pourtant qualifié « d'ambitieux » par le premier ministre Li Qiang. Si cette croissance a été stimulée par les exportations de biens à haute valeur ajoutée et l'activité manufacturière, les mesures de soutien monétaire et budgétaire, mises en place depuis plus d'un an, ont également contribué à améliorer le marché du travail et à stabiliser un marché immobilier encore en convalescence.

Alors que les valorisations restent sur des niveaux historiquement bas, avec un ratio cours/bénéfices attendus de 9x⁴ pour les douze prochains mois, **les résultats des entreprises devraient nettement augmenter en 2024 après leur rebond entamé l'an passé**. Dans ce contexte, les actions chinoises ont repris des couleurs, avec **le MSCI China en hausse de 6.8% et le Hang Seng de +5.9% en USD depuis le début de l'année** (au 31 mai).

L'Inde demeure l'une des meilleures histoires de croissance durable parmi les pays émergents, portée désormais par le secteur privé et l'innovation. **Pour 2024, la croissance du PIB est attendue à 7,6%**. La victoire du BJP lors des dernières élections législatives ont confirmé Narendra Modi au poste de Premier ministre et permettront la poursuite des réformes engagées depuis maintenant 10 ans.

Ayant surperformé les principales places boursières au cours des trois dernières années, **le marché indien reste bien orienté depuis le début de l'année, avec le MSCI India en hausse de 9.3% en USD** (au 31 mai). Bien que les niveaux de valorisation puissent sembler exigeants, ils reflètent également la forte croissance économique du pays, les fondamentaux solides des entreprises (croissance bénéficiaire à deux chiffres, ROE élevés) et l'afflux massif des investisseurs locaux vers les actions domestiques.

Dans ce contexte, nous restons optimistes sur les actions émergentes, qui occupent une position privilégiée dans nos allocations en ce début d'année. Notre exposition se fait par l'intermédiaire de gérants actifs globaux émergents et régionaux, principalement en Asie (avec un équilibre entre la Chine, l'Inde et le reste du continent). Nous anticipons également un **retour des flux d'investisseurs internationaux vers les actions émergentes**, dès lors que la Réserve Fédérale Américaine mettra en place ses premières baisses de taux, contribuant à affaiblir le dollar par rapport aux devises émergentes.

FOCUS PRODUIT

PLUVALCA SUSTAINABLE OPPORTUNITIES

L'ISR n'est pas au goût du jour, mais **la réalité des entreprises qui engagent de gros budgets pour décarboner leur production n'a jamais été remise en cause**. Les aciéristes et les cimentiers font les gros titres, mais tous les secteurs sont concernés, les sociétés cotées sont de plus en plus nombreuses à suivre leur trajectoire carbone et à en faire un argument commercial, au-delà de la menace financière des quotas carbone en baisse.

Mutation des modes de production par les entreprises et transformation des modes de consommation : quand on est face à un changement de modèle, **les gagnants sont les sociétés qui apportent des solutions de migration**.

Le fonds est organisé autour de deux thématiques : facilitateurs de décarbonation et facilitateurs de transformation sociétale. **La présence d'une double thématique a permis de limiter la baisse durant les années de hausse de taux**, qui a fortement pénalisé les « valeurs vertes ».

Après deux années de traversée du désert, le produit a entamé un fort rebond que nous attribuons à l'approche de la baisse des taux : **en moins d'un mois, la performance 2024 est passée de -5% à +8%**.

En six mois, 4 OPA et une opération sur capital sur des titres en portefeuille reflètent des aberrations de valorisation.

Désormais, forte conviction sur un retard de performance à combler des entreprises des secteurs suivants :

- **Énergies renouvelables**
- **Sociétés immobilières**
- **Fournisseurs et distributeurs de matériaux de construction**
- **Métaux de la transition énergétique**

Le portefeuille est donc resserré autour d'une cinquantaine de titres avec une forte représentation de ces segments.

Source : Arbevel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La composition du portefeuille est susceptible d'être modifiée sans préavis. Veuillez-vous référer au prospectus de Pluvalca Sustainable Opportunities 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). Pluvalca Sustainable Opportunities 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.

Sources :

1 - JPMorgan

2 - Consensus Bloomberg

3 - NBS (Bureau national des statistiques de Chine)

4 - Factset Research Systems

Rédigée par l'équipe de gestion le 31 mai 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