

ENQUÊTE D'ALPHA

Septembre 2024

Communication publicitaire à destination des investisseurs professionnels uniquement

LE CONTEXTE

La France traverse, quelques années après ses voisines, la transition d'un système législatif caractérisé par une majorité absolue d'un parti pouvant décider seul, vers une assemblée beaucoup plus éclatée nécessitant la mise en place d'une coalition de gouvernement.

Ainsi, au fil des semaines, la volonté radicale de chaque parti d'appliquer en totalité son programme évolue vers le souhait de peser dans la coalition qui doit se dessiner.

Cette étape, nécessaire, peut être longue, et a pris entre quelques semaines et près d'un an chez nos voisins, particulièrement aux Pays-Bas, en Belgique ou en Allemagne, où la nomination d'un gouvernement en quelques jours est désormais l'anomalie et non plus la norme.

Nous considérons que cette étape permettra de voir émerger un programme loin des caricatures évoquées récemment et porté par une coalition large. Il faudra désormais s'habituer à cette situation qui sera la nouvelle norme.

RETOUR DE TERRAIN

Que nous disent les entreprises ?

Nous nous concentrons ce trimestre sur le message principal des entreprises lors des publications semestrielles, qui étaient de bonne qualité, caractérisées par des marges élevées dans un environnement de croissance ralentie. En termes de perspectives, le Leitmotiv de la saison se résume ainsi :

« L'accélération attendue initialement pour le deuxième semestre est repoussée à début 2025 »

Pourquoi l'accélération serait-elle différée alors que la fin du déstockage semble bien avoir eu lieu ?

Les sociétés n'ont pas toujours une vision claire des stocks en aval de la chaîne de distribution. Néanmoins, dans la grande majorité des secteurs, **si le déstockage a été plus lent qu'attendu, il semble terminé** et c'est une excellente nouvelle ! **Pourtant, l'accélération de croissance tant attendue dans tous les secteurs ne se matérialise pas encore** : la demande finale est toujours en berne. Seul l'effet de base de comparaison déprimé au deuxième semestre permet d'ancrer des anticipations de croissance modérée.

Le niveau des taux, qui renchérit le coût des stocks, mais aussi le manque de subventions politiques claires, notamment pour la transition climatique, sont cités comme les raisons de l'absence de momentum.

Le consommateur détiendrait-il seul les clés de la reprise ?

Si la demande du consommateur accélère, les décisions en suspens telles que les investissements informatiques, les dépenses de décarbonation ou simplement de modernisation seront prises, d'après nos interlocuteurs.

La forte inflation, compensée tardivement dans les salaires, a entraîné un phénomène d'arbitrage en faveur du bas de gamme, qui s'est observé dans de nombreux secteurs. Néanmoins, les premiers signes d'amélioration pointent.

Dans la grande distribution, les discounters ont pris des parts de marché sur les distributeurs plus premium. L'exemple suédois illustre un début d'inversion de cette tendance, avec une reprise de parts de marché par Axfood. Chez Target ou Walmart, mais aussi Carrefour, la déformation du panier moyen vers des denrées de base aux dépens des achats discrectionnaires semble s'inverser dès le deuxième trimestre, bien que sur des bases de comparaison faciles.

Du côté de la distribution spécialisée, les centres commerciaux aux Etats-Unis (Macy's entre autres) déçoivent sur la dynamique des ventes. Dans les enseignes dédiées à l'aménagement de la maison et au bricolage, telles que Lowe's et Home Depot, les taux élevés sont désignés comme les freins aux dépenses de rénovation de la maison. La saison vestimentaire a également été très décevante.

Des premiers signes favorables sont à noter du côté de l'appétit pour l'innovation. Des exemples sont cités par les producteurs de lessive et d'alimentaire, où les marques ont pu retrouver un peu de croissance des prix par le succès de lancements de produits.

Les loisirs semblent constituer une exception à la sinistrose, avec des réservations hôtelières au-dessus des niveaux pré-covid dans les pays d'Europe du sud. La saison touristique en France a été perturbée par les Jeux Olympiques, qui semblent avoir plutôt exercé un effet d'éviction du tourisme ordinaire vers les pays du sud de l'Europe.

Lors d'une conférence de rentrée à Stockholm, une centaine de sociétés présentes, issues de tous secteurs d'activité, ont classé en première source d'inquiétude la faiblesse de la demande, devant l'inflation, les taux et la politique. Nous serons donc particulièrement attentifs aux signaux avancés d'une reprise de la consommation.

Quel sera le temps que mettront les baisses de taux pour se traduire sur l'économie réelle ?

Les baisses de taux devraient soulager les ménages des intérêts immobiliers et rendre moins rédhitoire le crédit à la consommation. La persistance de l'inflation salariale permet un rattrapage des revenus réels. Pour les entreprises, la priorité au désendettement sera moins marquée, et l'exigence de retour sur investissement abaissée. La reconstitution de stocks sera moins coûteuse. **L'exemple de la Suède, dont la banque centrale a acté la première baisse de taux en mai, et en est à sa deuxième occurrence, montre néanmoins que l'effet n'est pas immédiat.**

Plusieurs dirigeants pensent qu'il faudra plus d'un point de baisse des taux pour modifier l'équilibre entre épargne et consommation. L'horizon de la reprise pour la fin d'année, avancé par la plupart des sociétés, semble donc raisonnable.

Comment les sociétés parviendront-elles à maintenir leurs marges élevées dans cette période d'attente ?

Les marges des entreprises ont été maintenues à un niveau élevé, qu'elles ont atteint à force de travail sur la flexibilité des coûts, aidées par le repli des coûts de matières premières, de l'énergie et de la logistique.

L'inflation n'est plus un problème, à l'exception de l'inflation salariale qui persiste.

Dans un contexte où les prix sont contraints, toute amélioration supplémentaire requiert désormais une croissance des volumes en croissance.

Seules quelques sociétés réduisent les volumes de production pour s'adapter à une demande atone.

Dans les emballages carton, le verre, la production de pâte à papier, les machines agricoles, ...**Nous nous situons donc sur une ligne de crête entre, d'un côté, une réaccélération de la demande différée d'un**

semestre, et, de l'autre, un risque de spirale dans laquelle la réduction des capacités de production entraînerait une hausse du chômage, condamnant la reprise de la consommation.

La volatilité des marchés actions, focalisés sur les indicateurs d'emplois, est donc compréhensible. A ce stade, ces indicateurs demeurent bien orientés.

Certaines entreprises exportatrices ressentent fortement les effets de la « dé-globalisation »

Avec le projet de taxes à l'importation des voitures électriques chinoises, l'Europe a rejoint les Etats-Unis sur le front de la guerre commerciale et les rétorsions chinoises, telles que les taxes envisagées sur le cognac, le luxe, ... A titre d'illustration, la menace récente de la Chine d'arrêter les exportations de terres rares doit être prise au sérieux puisqu'elle bloquerait la production des semi-conducteurs les plus sophistiqués. Avant même la mise en place de taxes, la préférence pour les produits nationaux est évidente depuis plus d'un an et les sociétés présentes en Chine le ressentent : **non seulement le marché chinois est au ralenti, mais les produits occidentaux sont discriminés par le consommateur chinois.** Les sociétés les plus présentes là-bas ont souvent fait l'expérience du « stop and go » des relances économiques locales, mais cette fois le frein semble plus structurel.

Nous restons optimistes sur les marchés actions, dont la valorisation basse a permis d'absorber le décalage d'un trimestre de la reprise tant attendue de la demande. Nous pensons que les baisses de taux marqueront un retour à la normale bienvenu après une phase d'inflation temporaire, loin d'un scénario d'entrée en récession.

Nous surveillons donc avant tout les indications liées à la consommation ; et nous sommes convaincus que cette dernière ne manquera pas de réagir aux baisses de taux à venir. Les entreprises ont remarquablement surmonté les défis des trimestres précédents : les difficultés d'approvisionnement post-covid, puis les stocks de sécurité accumulés en réaction, mais aussi l'inflation induite par les pénuries. Nous pensons qu'elles sauront absorber quelques mois de décalage avant que la reprise de la demande ne se concrétise.

Source : Arbevel. Les opinions exprimées dans cette communication sont réputées exactes au moment de la préparation de cette dernière, 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



Semi-conducteurs



Distribution



Energie



Consommation de base



Services informatiques



Automobile



Chauffage / Climatisation



Consommation discrétionnaire



Loisirs



Industries

DÉCRYPTAGE DU MARCHÉ CRÉDIT

Le défi des barrières douanières pour protéger l'emploi, la santé des entreprises et la transition écologique au regard des taux de dépendance vis-à-vis du commerce extérieur...

Elles fusent de partout depuis le Covid, mais jusqu'où peuvent ils aller sur les barrières douanières sans impacter la croissance économique mondiale ?

En mai dernier, Joe Biden avait annoncé vouloir **quadrupler les droits de douane sur les véhicules électriques chinois** en les passant de 25 à 100%. Trois mois après, c'est **le Canada qui vient de lui emboîter le pas** en annonçant qu'il allait imposer une taxe à l'importation de 100 % sur les véhicules électriques Chinois, et ce, dès le 1er octobre. Le Canada a par ailleurs indiqué qu'il taxerait à hauteur de 25% les importations sur l'acier et l'aluminium en provenance de Chine. **Si la Chine reste le 2ème partenaire commercial du Canada, elle n'en demeure pas moins derrière les États-Unis et de loin.**

Cette bisbille entre la Chine et le reste du monde n'est pas nouvelle, mais prend des proportions sans précédent depuis l'avènement du Covid. Il faut se souvenir des vins australiens, punis en 2021 par +200 % de taxes chinoises pour faire face aux déclarations du Premier ministre australien sur l'origine du Covid et qui n'ont pris fin qu'en mars de cette année (3 ans).

De son côté, **la Commission européenne** a précisé en juillet, **le taux des surtaxes pour les constructeurs chinois** et qui devrait aller jusqu'à **36,3 %**, sur fond de suspicions de subventions publiques, en plus des taxes déjà existantes avec une mise à exécution pour la fin octobre. Mais ce n'est pas fini puisque **les barrières douanières se sont invitées dans les campagnes présidentielles**, à l'image de Donald Trump, qui, dans sa campagne, a fait part de sa volonté de relocaliser le minage des cryptomonnaies sur le sol américain alors que c'est Bitmain, une entreprise chinoise fondée en 2013, qui détient aujourd'hui 90 % du marché des ordinateurs de minage.

Œil pour œil, dent pour dent oblige, **la Chine n'a pas attendu pour réagir à ces sanctions**. Pékin a mis en place des **droits de douane de 25 % sur les importations de voitures européennes** et a aussi lancé des enquêtes antidumping sur le luxe et les spiritueux. Enfin, l'Empire du Milieu a mis des restrictions sur les exportations du germanium et du gallium, largement utilisés dans la fabrication de puces, en invoquant la nécessité de protéger la sécurité et les intérêts nationaux alors qu'elle représente près de 90 % de la production raffinée mondiale de terres rares.

Seulement ce protectionnisme à outrance n'est pas sans effet :

- Les entreprises vont pâtir d'un manque de demande et à ce jeu tout le monde n'est pas sur le même pied d'égalité. A titre d'exemple, Rémy Cointreau et Pernod Ricard, génèrent respectivement 30 % et 10 % de leur CA en Chine. Plus globalement, la France est un pays dont le taux d'ouverture au commerce extérieur est de 73 % quand il n'est que de 27 % pour les États-Unis ou 38 % pour la Chine.

- Les consommateurs ne profiteront pas de la concurrence sur les prix et de la baisse de ces derniers que la libre concurrence entraîne naturellement.
- La transition climatique sera plus lente qu'espérée.
- La désinflation, qui doit permettre une amélioration du pouvoir d'achat, pourrait se diriger d'abord dans une épargne de précaution et affecter la consommation.
- Pour parfaire le tout, la volonté de Pékin d'accélérer la réunification de Taïwan et de contrôler 60 % de la production de puces dans le monde...

Fermons cette parenthèse idéologique pour revenir sur le sujet dominant qui préoccupe les marchés depuis 2021 : **l'inflation !**

Celle-ci, dans la zone euro, est tombée ce mois-ci à son plus bas niveau en trois ans, à 2.2% en août contre 2.6% en juillet et rejoint les objectifs de la BCE. L'inflation core, (qui exclut les coûts volatils de l'alimentation et de l'énergie), a encore baissé à 2,8 % contre 2,9 % un mois plus tôt. Et bien que l'inflation dans les services se soit accélérée (à 4,2 % contre 4,0 %), ce qui pourrait inquiéter certains responsables de la BCE quant à la croissance des salaires dans le secteur, **nous restons dans un scénario qui laisse envisager une nouvelle baisse des taux le 12 septembre.** Aujourd'hui, les marchés prévoient environ six baisses de taux avant la fin de l'année prochaine, soit environ une de plus que ce qui est prévu dans les projections économiques de la BCE, soit un taux terminal de 2.75 %.

Côté **USA**, le discours de Powell à Jackson Hole a confirmé la baisse des taux d'intérêt en septembre et mis l'accent sur l'emploi plutôt que l'inflation. Selon CME Fed Watch, on atterrirait sur un taux terminal autour de 3.25 % pour les USA. **C'est la confirmation que la pentification reste plus que jamais à l'ordre du jour et comme on le répète depuis longtemps que le potentiel de détente supplémentaire sur le long est limité avec l'agenda politique à venir.**

MULTIGESTION

Premières baisses de taux, que faire de sa trésorerie ?

Un nouveau chapitre monétaire est en train de s'écrire. **En Europe, après 14 mois de resserrement monétaire continu (le taux de dépôt passant de -0,5 % à +4,0 % entre juillet 2022 et septembre 2023), puis 9 mois de statu quo, la BCE a annoncé en juin dernier sa première baisse de taux (de 4,0 % à 3,75 %).** La première d'un nouveau cycle qui devrait voir le taux de dépôt diminuer progressivement, jusqu'à 3,0 % d'ici fin 2024 et 2,25 % d'ici fin 2025 selon les anticipations actuelles de marché.

Aux Etats-Unis, le resserrement monétaire aura duré 16 mois (les taux directeurs passant de 0,0%-0,25 % à 5,25 %-5,5 % entre mars 2022 et juillet 2023), suivi de 14 mois de statu quo. En effet, le président de la FED Jerome Powell a profité du symposium de Jackson Hole fin août, pour annoncer que le moment était venu pour **une première baisse de taux, très certainement le 18 septembre prochain.** Là encore, les taux directeurs devraient diminuer progressivement, jusqu'à 4,25 % / 4,50 % d'ici fin 2024 et 3,00 % /3,25 % d'ici fin 2025 selon les anticipations actuelles de marché.

Depuis plusieurs mois, **nous avons anticipé dans nos allocations cette baisse de rendement attendue sur le marché monétaire**, en investissant progressivement la trésorerie disponible sur les marchés obligataires. Nous allons poursuivre ce mouvement, tout en restant vigilants concernant l'évolution des indicateurs d'activité, avec un double objectif :

- 1 - **Figurer les niveaux de rendements actuels** sur une période plus longue (entre 2 ans et 5 ans), en privilégiant des stratégies de portage sur le crédit européen, avec un équilibre entre les émetteurs de qualité Investment Grade et à haut rendement.
- 2 - **Diversifier notre poche obligataire** sur des actifs américains (au travers de fonds multi-stratégies mondiaux), afin de profiter de la baisse attendue des taux de la FED, tout en protégeant nos portefeuilles en cas de scénario défavorable sur la croissance mondiale.

FOCUS PRODUIT

LA GAMME OBLIGATAIRE ARBEVEL

Le cycle d'assouplissement ayant pris part dans de nombreux pays au travers d'un début de baisse de taux généralisée, quid des opportunités obligataires dans ce nouvel environnement ?

Au sein de la gamme obligataire d'Arbevel, vous trouverez 3 fonds sur des positionnements différents :

	Pluvalca Rentoblig	Pluvalca Credit Opportunities 2028	Arbevel Short Term Credit
Part A	FR0010698472	FR001400A1J2	FR001400L7X7
Part B		FR001400A1K0	FR001400L7Y5
Part I	FR0013180288	FR001400A1L8	FR001400L7Z2
Ticker Bloomberg Part A	ARENTOB FP Equity	PLCO28A FP Equity	ARBSTCA FP Equity
Ticker Bloomberg Part B		PLCO28B FP Equity	ARBSTCB FP Equity
Ticker Bloomberg Part I	ARENTOI FP Equity	PLCO28I FP Equity	ARBSTCD FP Equity
SRI	2	3	2
Date d'échéance / Horizon de placement	> à 4 ans	31/12/2028	> à 2 ans
Affectation des résultats	Capitalisation	Capitalisation	Capitalisation
Coupon Moyen	3,04%	4,55%	3,16%
Taux actuariel brut (A maturité)	3,80%	5,19%	4,13%
Taux actuariel brut (Au pire)	3,73%	5,18%	4,07%
Vie Moyenne	3,13	3,09	1,61
Sensibilité taux	2,50	2,68	1,48
Notation moyenne	BBB	BB	BB+
Investment Grade / High Yield	75,57% / 24,43%	18,33% / 81,67%	46,10% / 53,90%
Volatilité 1 an (pas hebdomadaire)	2,20%	3,26%	-
Nombre de lignes	165	89	93
Nombre d'émetteurs	114	81	74
Actif Net (Millions EUR)	132	391	56
Frais de gestion (frais administratifs inclus)	Part A : 1,00% Part I : 0,60%	Part A : 1,30% Part B : 1,00% Part I : 0,70%	Part A : 1,00% Part B : 0,75% Part I : 0,55%
Classification SFDR	Article 8	Article 8	Article 8
<i>Données au</i>	<i>20/08/2024</i>	<i>20/08/2024</i>	<i>20/08/2024</i>

Source : Abevel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La composition du portefeuille de chaque fonds est susceptible d'être modifiée sans préavis. Veuillez-vous référer au prospectus des fonds et au Document d'Informations Clés PRIIPS (« DIC PRIIPS ») des 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). L'indicateur représente le profil de risque du Document d'Informations Clés PRIIPS. L'indicateur de risque part de l'hypothèse que vous conservez le produit 5 années. Le risque réel peut être très différent si vous optez pour une sortie avant la fin de la période de détention recommandée. Les estimations sont fondées sur la réalisation d'hypothèses de marché par la société de gestion et ne constituent en aucun cas une promesse de rendement ou de performance du fonds. Ces fonds présentent notamment un risque de perte en capital, un risque de taux, un risque de crédit et un risque lié aux investissements dans des titres spéculatifs (haut rendement). Une version plus détaillée des facteurs de risque qui s'appliquent aux fonds est présentée dans le prospectus.

Rédigée par l'équipe de gestion le 30 août 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