

# ENQUÊTE D'ALPHA

**Décembre 2024**

Communication publicitaire à destination des investisseurs professionnels uniquement

## LE CONTEXTE

**Comment ne pas s'attarder dans cette lettre au retour de Donald Trump à la Maison Blanche en janvier prochain et tenter de comprendre quels pourraient être les impacts des promesses de campagne sur l'économie mondiale.**

Tout le monde s'accorde à dire que si le nouveau Président devait **appliquer les principales mesures protectionnistes de son programme** (*politiques migratoires, barrières douanières sur les produits importés notamment de Chine mais aussi l'ensemble des partenaires commerciaux des Etats-Unis, etc.*) celles-ci ne seraient **pas sans impact sur l'inflation**.

L'arrivée pressentie de Marco Rubio (*sénateur de Floride*) comme secrétaire d'Etat, connu pour son approche interventionniste envers la Chine, est un **bon indicateur sur les vellétés de la mise en application du programme** électoral de Donald Trump.

A titre d'exemple, Marco Rubio a été sanctionné par la Chine en 2020 pour son soutien aux manifestations prodémocratie à Hong Kong. Concernant la guerre en Ukraine, il s'est également opposé à l'importance de l'aide militaire de 95 milliards de dollars, prétextant que les européens devaient assumer une quote-part plus importante.

L'ampleur de la victoire de Donald Trump devrait lui donner **une plus grande latitude** qu'en 2016 pour mener à bien son programme de réformes et le faire vite car il dispose de **24 mois pour réaliser ses grands projets de réforme** avant les élections de mi-mandat au cours desquelles il pourrait **perdre une partie des Républicains si l'économie se dégrade...**

Certains économistes, estiment que le seul scénario d'une **hausse des tarifs douaniers** au plus haut niveau annoncé (*10% et 60% pour la Chine*) aurait pour effet de **remonter l'inflation de 1 à 2% l'an prochain** et donc le taux terminal des Fed funds vers **4,5%** contre **3,5%** préalablement.

Si l'on regarde du côté des marchés via les futures, l'impression générale reste celle d'un **ralentissement sur les deux mandats de la banque centrale** (*inflation et emploi*), et donc de la **nécessité de poursuivre la baisse des taux** avec :

- 85% de chances pré-élections d'une baisse de 25 pb le 18 décembre prochain,
- 66% le 6 novembre après l'élection de Donald Trump.

Selon J. Nagel, le président de la Bundesbank, l'application des promesses de campagne sur les **hausse de droits de douane** pourrait **coûter 1% du PIB allemand**. D'après Citi, la mise en œuvre des 60 % de droits de douane sur les produits importés de Chine promis par Trump impacterait de 1,5% jusqu'à 2,4 % le PIB chinois.

Par ailleurs, **limiter l'immigration** et même inverser le flux migratoire entraînerait également des **conséquences directes sur le marché du travail** et pourrait **recréer de nouvelles tensions salariales** et une pénurie de main-d'œuvre dans certains secteurs, qui plus est, avec un **taux de chômage à 4.1% qui demeure proche de son plus bas historique de 3.5%** (*bien qu'en hausse depuis mars 2023*).

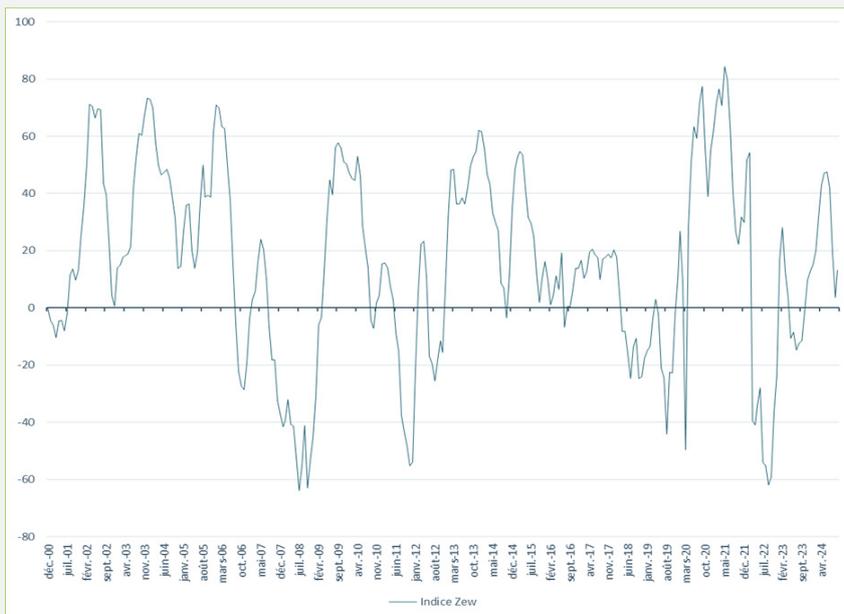
Enfin et sans surprise le futur Président des Etats-Unis qui était **sorti des accords de Paris** lors de son premier mandat a annoncé **se concentrer sur les énergies présentes sur le sol américain**. Finalement, l'ensemble des allègements promis par Trump pourrait **amputer les recettes fiscales de plus de 10.000 milliards de dollars** sur la décennie à venir.

Dans cet environnement où l'enjeu est celui de la 1ère place mondiale entre la Chine et les Etats-Unis, **l'Europe se retrouve dans une situation périlleuse et doit plus que jamais s'unir** pour garantir sa sécurité économique, son système démocratique et sa souveraineté européenne afin de **ne pas pâtir des décisions auxquelles elle n'aurait eu aucune participation**.

## ZOOM & PARADOXE

Petite digression sur un chiffre qui a retenu notre attention, celui de **l'Indice allemand** Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, plus communément appelé **ZEW, du Sentiment économique** qui évalue les **perspectives économiques sur six mois** et paru mi-novembre. Cet indicateur est compilé à partir d'un

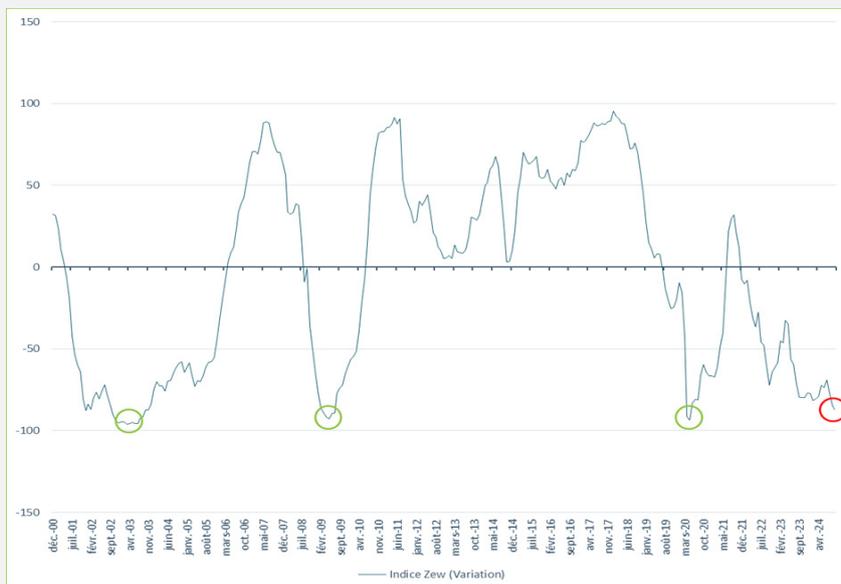
sondage effectué sur pas loin de 300 investisseurs industriels et analystes allemands. Ce dernier **s'est dégradé à 7,4 en novembre, contre 13,1 en octobre, manquant ainsi les attentes de 12,8** (cf. graph ci-dessous).



Source : Arbevel. Données au 29/11/2024

« Les attentes économiques pour l'Allemagne ont été assombries par la victoire de Donald Trump et l'effondrement de la coalition gouvernementale allemande » comme l'a exprimé le président du ZEW Achim Wambach, à propos des résultats.

Mais ce qui est à noter, c'est que **l'indice de la situation actuelle** a glissé à -91,4 pour le onzième mois de l'année, contre -86,9 en octobre et des prévisions qui se situaient à -86,0 (cf. graph ci-dessous).



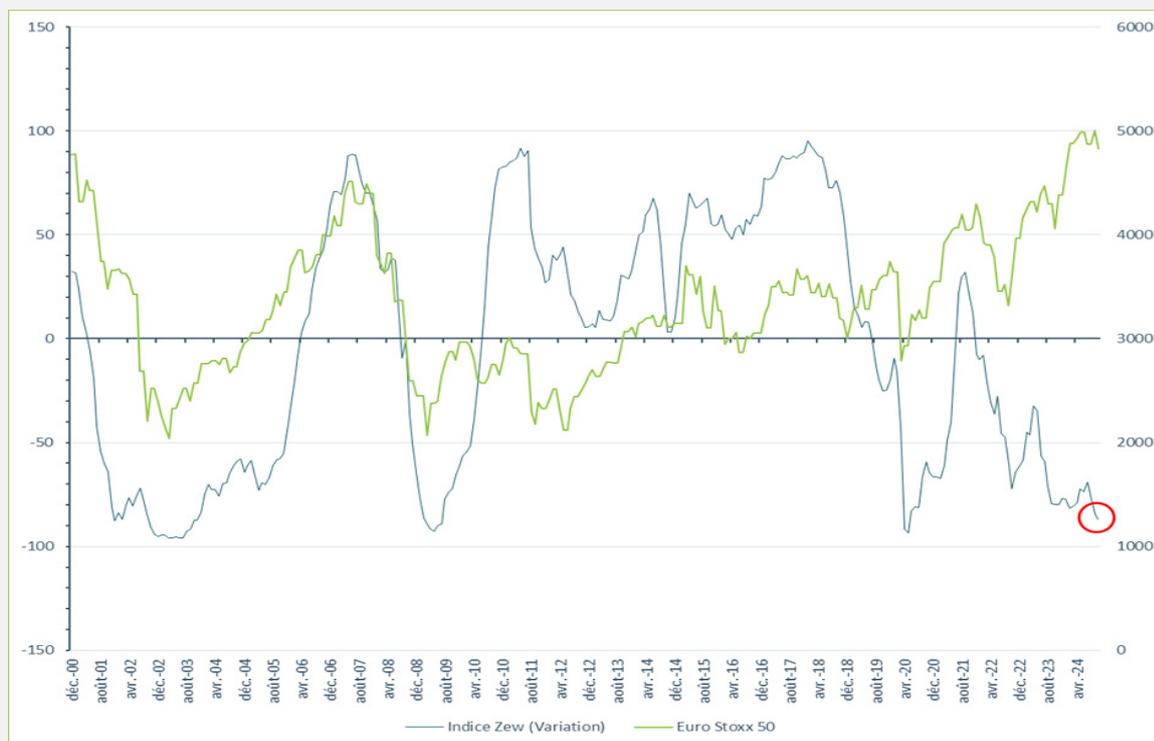
Source : Arbevel. Données au 29/11/2024

Ce chiffre est le **4ème plus mauvais de son histoire depuis les années 2000** flirtant juste au-dessus :

- 1) De 2003, le plus bas des indices actions depuis la création des indices européens
- 2) De 2020 pendant la crise du COVID

3) De 2008 pendant la crise des subprimes

Devons-nous y voir un **point d'entrée historique sur les actions européennes** pouvant rattraper l'écart avec les Etats-Unis ? (cf. graph ci-dessous)



Source : Arbevel. Données au 29/11/2024

Ou est-ce le risque d'une correction des valeurs américaines avec une prime de risque des actions qui devient négative pour la première fois en 22 ans ?

Alors que le **PE américain a atteint 22,5 fois** et que les **rendements américains à 10 ans se sont rapprochés**

**de 4,5 %**, la prime de risque des actions du S&P 500 est devenue négative en novembre pour la première fois depuis 2002. Bien qu'il s'agisse d'un **mauvais signal tactique**, la prime de risque des actions a toujours eu un lien très étroit avec les rendements attendus à long terme.

Source : Arbevel. Données au 29/11/2024. 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.

## RETOUR DE TERRAIN

« *Ce que nous disent les sociétés ...* »

L'élection récente de Donald Trump vient renforcer l'idée que **les sociétés américaines**, déjà avantagées par un contexte économique local plus dynamique en général, **resteront encore favorisées**, plus que toutes autres et notamment européennes, dans un **climat global** qui reste **incertain, brutal et rugueux**, en vertu de la préférence nationale accordée et d'une fiscalité annoncée comme plus avantageuse.

La période de publications des entreprises outre-Atlantique, quelque peu éclipsée par l'élection présidentielle, fait état de **surprises positives pour 61%** d'entre elles sur le chiffre d'affaires et 75% concernant les bénéfices par action, en ligne avec la moyenne historique 10 ans.

Les secteurs de la **consommation discrétionnaire** (à l'image de Deckers et ses marques UGG et Hoka mais aussi Amazon), **les services de communication, la santé, les industrielles et les financières ont surpris positivement le consensus** alors que la technologie (dont les attentes étaient très élevées), les services aux collectivités, l'immobilier et les matériaux (en lien avec la faiblesse du secteur immobilier) ont plutôt déçu. On notera au passage, comme souvent, une très **grande disparité sur le plan boursier**, reflet des dynamiques propres de l'entreprise, au sein d'un même secteur (exemple : Deckers ou On Running et Nike dans les équipements sportifs, Costco ou Walmart et Dollar General dans la distribution, etc.).

Le **rallye** qui a suivi l'élection de Donald Trump a été **d'une ampleur rarement constatée** dans un temps aussi court. Que restera-t-il du Trump Trade dans les prochains mois ? Les promesses électorales seront-elles tenues ?

Même si **un écart existe entre les promesses tonitruantes de campagne et les réalisations** en accord avec la réalité des finances publiques et d'un monde interdépendant, le premier mandat entre 2016 et 2020 en est un exemple édifiant, **la volonté reste bien présente de faire bouger les lignes**.

Dans ce contexte, nous pensons que **certaines thématiques pourraient accélérer, notamment la blockchain (et les actifs numériques)**. Cette élection vient mettre un terme à des années de chasse aux sorcières menées par l'administration Biden. Si les réactions boursières sur des titres comme Coinbase, Robinhood ou encore Galaxy Digital ont été particulièrement importantes, il n'en reste pas moins que ses entreprises sont assises sur des **fondamentaux solides et dont les perspectives viennent probablement de s'éclaircir** pour de bon.

Si les **publications du troisième trimestre** de ces entreprises ont été dans l'ensemble **assez moyenne**, le

**dernier trimestre** de cette année semble être **très bien orienté** avec des **volumes de transactions en hausse de 40%** juste sur le mois d'**octobre**.

**L'intelligence artificielle** (via les infrastructures cloud dont les dépenses ambitieuses des seuls 5 hyperscalers Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta et Oracle, seront supérieures de 20 à 25% à celles de 2024, déjà en forte augmentation par rapport aux années précédentes, et approcheront les 300 Mds \$ l'année prochaine), **l'énergie** (demande tirée par les data centers dont le consensus moyen s'accorde sur un triplement des unités dans le monde d'ici 5 ans pour dépasser les 90 000 et optimisation permanente des installations électriques), **la défense** (montée des risques et course à l'armement dans un monde de plus en plus bipolarisé), **la cybersécurité** (guerre hybride), le développement et rénovation des infrastructures vieillissantes avec des normes de construction plus pérennes, plus éco-responsables continueront d'être des **thèmes importants pour la bourse américaine en 2025 susceptibles de porter ses valeurs connexes**.

Ces **ilots de stabilité** que sont ces **mégatrends** sont à rapprocher du torrent d'incertitudes qui déferle dans les esprits des investisseurs en lien avec le choix des membres rapprochés de la nouvelle équipe Trump et leurs impacts chaotiques potentiels sur l'industrie en général. Une des **premières victimes** sectorielles ce mois-ci fut **la santé** avec la nomination de Robert F. Kennedy Jr, ancien avocat vaccinosceptique, réputé pour ses thèses complotistes. **L'indice MSCI World Healthcare a plongé de 5% en moyenne** dans la foulée, avec des titres phares tels Eli Lilly et Pfizer qui ont sombré de près de 10%... **Une réaction** sans doute exagérée mais **symptomatique de la nervosité ambiante** qui n'entache néanmoins pas la dynamique favorable aux indices américains, déjà en place depuis plusieurs mois, toujours portée par la vague IA et qui fait enfler les ratios de valorisations à 21.4x PE sur le S&P 500 (19.5x hors Gaftnam) contre une moyenne historique à 16.4x (Mag7 PE > 30x) sous-tendu par des croissances de bénéfices par actions 2025 à +18% (+14% ex-Mag 7).

Soulignons la publication trimestrielle de **Nvidia**, la plus emblématique de toutes les technologiques américaines actuellement, **première capitalisation mondiale à 3 500 milliards de dollars** (1.5x celle du CAC 40) en situation de quasi-monopole, était **le dernier catalyseur de l'année**, plus important même que les annonces de la FED sur d'éventuelles baisses de taux ou des chiffres macroéconomiques.

Si les chiffres du troisième trimestre étaient **supérieurs au consensus** (aussi bien sur le chiffre d'affaires que sur la marge brute), **les objectifs** pour le quatrième trimestre étaient simplement **en ligne** et les investisseurs en attendaient un peu plus.

**La valorisation de 36x le PE** pour l'année fiscale suivante nous paraît **justifiée** eu égard : i/ aux perspectives de croissance ii/ à la visibilité que l'entreprise offre sur celle-ci sur les prochains trimestres et iii/ à sa position de leader sur ce marché. La demande reste largement supérieure à l'offre, et l'IA souveraine devient un véritable sujet pour les Etats. Un chiffre pour briller en société : **le résultat net de Nvidia au T3 2024 est supérieur à son chiffre d'affaires du T3 2023.**

Dans ce contexte, **l'Amérique du Nord** apparaît comme une **terre d'investissement privilégiée**, par opposition à **l'Europe** où la saison de publication des résultats de ce troisième trimestre qui s'achève **éteint les espoirs d'une accélération de l'activité économique en fin d'année**, à même de combler une partie du retard.

Les publications inférieures aux attentes au niveau des ventes à seulement 50% atteint un plus bas de 10 ans et de 5 ans en ce qui concerne les bénéfices par actions en Europe à 60%.

En attendant, **l'alternative** pour les entreprises du vieux continent à une croissance modérée en Europe consiste en **une plus grande proximité avec le continent américain** à travers ses unités de production notamment, pour profiter de la dynamique de l'Oncle Sam, mais aussi **échapper aux tarifs douaniers** qui sont amenés à se durcir (*entre 10 et 20% vers Europe*), à en juger par la nouvelle rhétorique républicaine.

Pour les plus importantes sociétés européennes du **Stoxx 600**, environ **20% des ventes** sont localisées sur ce continent, et désormais **la priorité** pour beaucoup

d'entre elles, outre les plans d'efficience de coûts engagés, s'oriente vers **une part investie croissante dans des capacités de production locales** ou par rachat d'entreprises, d'autant qu'elles peuvent bénéficier rapidement des projets IRA (*transition énergétique*), IJJA (*Infrastructures*) et Chips Act mis en place récemment et de cette tendance structurelle au reshoring (*relocalisations domestiques*).

Certaines, à l'instar de Publicis particulièrement bien positionnée en tant que société française la plus exposée au marché américain, avec plus de 60% des ventes, au travers de ses filiales locales Epsilon et Sapient, ou encore Cap Gemini, avec 30% de son activité en Amérique du Nord, **paraissent mieux protégées des sanctions commerciales**, avec, faut-il le rappeler, des **valorisations dépréciées** (*PE 13.1x pour l'année prochaine, en ligne avec la moyenne historique*), bien éloignées de leurs consœurs américaines.

Et cela vaut également pour une large part du reste de la cote mais **la prudence reste de mise**, comme aux Etats-Unis, sur les grandes disparités de performances économiques au sein d'un même secteur (*exemple : Ferrari et l'auto en général, Hermès ou Cuchinelli et LVMH*).

En résumé, plus modeste que redouté, **l'impact négatif sur l'économie européenne dans son ensemble** (*3,1% du PIB de la zone euro*) revêt des **disparités sectorielles importantes** avec comme produits les plus à risque la pharmacie de base, le luxe, les vins et spiritueux, l'automobile, la chimie et les biens d'équipement (cf graphe ci-dessous).



Plus largement mais s'inscrivant dans un temps plus long, **l'Europe peut tirer son épingle du jeu** en se mettant réellement en ordre de marche, en dépassant ses intérêts particuliers et **en faisant front commun** (cf initiative du plan Draghi) vis-à-vis des autres grands

blocs régionaux, à l'image de ce qui doit prendre forme dans le secteur de la défense pour pallier un désengagement partiel probable, sous la présidence Trump, des américains aux côtés des européens à propos du conflit russo-ukrainien.

## MULTIGESTION

### Actions Américaines, une zone géographique toujours à privilégier, selon notre analyse

En début d'année 2024, nous écrivions dans cette même rubrique que **nous étions optimistes sur les actions américaines**, compte tenu de :

- La robustesse de l'économie aux Etats-Unis confirmant le scénario d'un **atterrissage en douceur**
- Une trajectoire des **résultats d'entreprises** toujours **solide**
- Un mouvement bien installé de **désinflation** conduisant la Réserve Fédérale à initier un **cycle de baisse de taux**

Ainsi, tout au long de l'année 2023, nous avons progressivement **renforcé le poids des Etats-Unis** dans nos allocations actions. Cette tendance a perduré au cours de l'année 2024. Suite à l'annonce de la dissolution de l'Assemblée Nationale en France en juin dernier, nous avons profité de la volatilité de marché au cours de l'été, en particulier la phase de correction aux Etats-Unis début août, pour **accentuer notre exposition aux actions américaines, qui représentent aujourd'hui plus de 50%\* de notre poche action**. Selon notre analyse, le retour au pouvoir de Donald Trump ne fait que **renforcer ce choix d'allocation**.

Concernant l'**exposition au dollar américain**, nous avons fait le choix – et nous le maintenons – de ne **pas couvrir le risque devise**, dans la mesure où :

- Le **coût de couverture** est actuellement d'environ **1,5% par an**
- L'évolution de l'**EUR/USD** n'augmente pas la volatilité des investissements
- Au contraire, lors des **phases de turbulences** de marché, le dollar joue traditionnellement un **rôle de valeur refuge** et permet **d'amortir les baisses de valeur des sous-jacents**.

\* Source : Arbevel. Données au 29/11/2024. Les opinions exprimées, au jour de la publication du présent document, sont considérées comme fiables par Arbevel et fondées ou justifiées en fonction du contexte économique, financier, boursier et réglementaire et sont fournies uniquement à titre d'information.

## FOCUS PRODUITS

### PLUVALCA GLOBAL TRENDS

**Pluvalca Global Trends** est un fonds **d'actions internationales large caps** affichant une **performance de 94%\*** (part A) depuis sa création fin novembre 2016, géré par le même gérant depuis l'origine et en association avec les compétences riches de l'équipe de gestion d'Arbevel.

La particularité de ce fonds tient à une **approche multithématique équilibrée (+/-5%) autour de 4 tendances structurelles puissantes**, inhérente au process d'investissement, que sont : Santé/Nutrition, Urbanisation/Environnement, Digital/Sécurité et Marques leaders.

**Le process d'investissement transparent, rigoureux et exigeant** s'appuie sur une **sélection quantitative des entreprises cotées** au sein d'un univers large à travers des filtres normatifs ESG et capitalisation, financiers (dynamique de résultats, rentabilité et endettement) suivie d'une analyse stratégique et qualitative (secteur, management, autres ratios financiers).

**Le portefeuille reste concentré autour de 50 convictions maximum** alliant robustesse du business model, dynamique soutenue ou en accélération des résultats, positions fortes du fait d'une avance ou niche technologique et de barrières à l'entrée, et reposant sur les **forts catalyseurs mégatrends long terme**.

**Les perspectives des sociétés composant le fonds restent intactes au regard des besoins croissants et considérables** en matière d'électrification de nos économies (Eaton, Amphenol), mobilité urbaine (Byd), intelligence artificielle et data centers (Nvidia, Trane, Broadcom), cybersécurité (Palo Alto) et défense (Kongsberg, Rheinmetall), traitements du diabète (Eli Lilly) et autres pathologies (Coloplast, Merck) dont celles liées au vieillissement, de normes de construction plus pérennes et éco-responsables (Sika), décarbonation (Air liquide)...

**Le potentiel de progression des résultats du portefeuille actuel**, à 63% américain, est **près du triple de celui de son indice Monde de référence** pour un endettement 4 fois inférieur et offre une hausse moyenne de 15% dans un contexte macroéconomique où les Etats-Unis devraient être portés post-élection Trump. \*\*

### PLUVALCA GLOBAL BLOCKCHAIN EQUITY

**Pluvalca Global Blockchain Equity** est un fonds **action international thématique** ciblant la **technologie blockchain comme nouvelle infrastructure digitale**. Le fonds affiche une **performance de 72%\*** (part I) depuis sa création le 9 décembre 2022.

**Le fonds investit dans des sociétés internationales à travers quatre sous-thèmes stratégiques** : l'infrastructure/cybersécurité (data centers de nouvelle génération), les NFTs/métavers, les actifs numériques/tokenisation et le "Blockchain as a Service".

Géré activement par une **équipe expérimentée**, le fonds sélectionne **45-50 entreprises selon un processus d'investissement rigoureux combinant analyse fondamentale et critères ESG**. Le portefeuille privilégie les sociétés rentables (minimum 50% du fonds). Le fonds peut investir dans des entreprises comme Coinbase, leader des plateformes d'échanges d'actifs numériques, CompoSecure dans la sécurisation des actifs numériques, Lectra qui développe des solutions de traçabilité blockchain pour l'industrie textile, ou même dans le jeu vidéo avec des entreprises comme Square Enix.

**L'adoption massive attendue de cette technologie** (1 milliard d'utilisateurs d'ici 2030 selon Boston Consulting Group) et ses multiples applications dans l'économie réelle **offrent un potentiel de croissance significatif**.

\* **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Performances au 29/11/2024.

\*\* Indice de référence du fonds Pluvalca Global Trends : Bloomberg DM Large & Mid Cap NR EUR.

Source : Arbevel. Données au 29/11/2024. 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](http://www.arbevel.com)). Ces fonds présentent notamment un risque de perte en capital, un risque lié aux actions de petites et moyennes capitalisations. 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 29 novembre 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 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 d'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 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 d'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](mailto:investisseurs@arbevel.com)**  
**Site Internet : [www.arbevel.com](http://www.arbevel.com)**