

## Analyse des marchés actions T1 2022

Analyse de marché réalisée par l'équipe de Gestion actions de Financière Arbevel

03 Février 2022

Après une correction brutale des marchés en ce début d'année, assortie d'une rotation sectorielle plus affirmée que les courtes tentatives de l'an dernier, l'équipe de gestion de Financière Arbevel reste optimiste sur la performance des marchés actions en 2022. La phase de reprise économique a été décalée par les confinements liés au Covid, et devrait être prolongée d'autant.

Plus que jamais, l'équipe de gestion reste à l'écoute des sociétés. Lors des conférences de rentrée, ces dernières ont décrit une demande à un niveau historiquement élevé, dans un contexte inflationniste généralisé permettant de répercuter les hausses de coûts. Seule ombre au tableau : le casse-tête de désorganisation lié au Covid n'est pas terminé et personne ne prévoit d'amélioration avant le printemps.

Tant que la croissance bénéficiaire est vigoureuse, le changement de la politique monétaire devrait pouvoir s'accompagner d'une performance positive. Agile dans son positionnement, l'équipe gère ses fonds pour pouvoir performer dans cette nouvelle configuration de marchés.

**La perspective d'un resserrement monétaire a tétanisé les marchés en janvier. Pourtant, historiquement, il s'agit d'une phase de performance positive.**

*La hausse des taux américains : d'une rotation sectorielle à une correction des marchés actions ?*

Le début d'année a été particulièrement chahuté sur les marchés, la perspective d'une remontée des taux de la Fed ayant été prise en compte progressivement, en trois phases en janvier :

- D'abord associée à un **scenario de croissance inflationniste favorable**, la remontée des taux a favorisé les values cycliques, ainsi que les titres liés à la réouverture.
- Les scenarios de **quatre hausses de taux par la Fed en 2022** semblent actés par le marché mi-janvier, entraînant une phase de correction brutale des valeurs de croissance, les secteurs de la technologie, de la *clean tech* et de la santé étant les plus pénalisées. La rotation se poursuit alors au profit des cycliques, mais défensives plutôt que cycliques, sous les craintes d'un choc de demande.

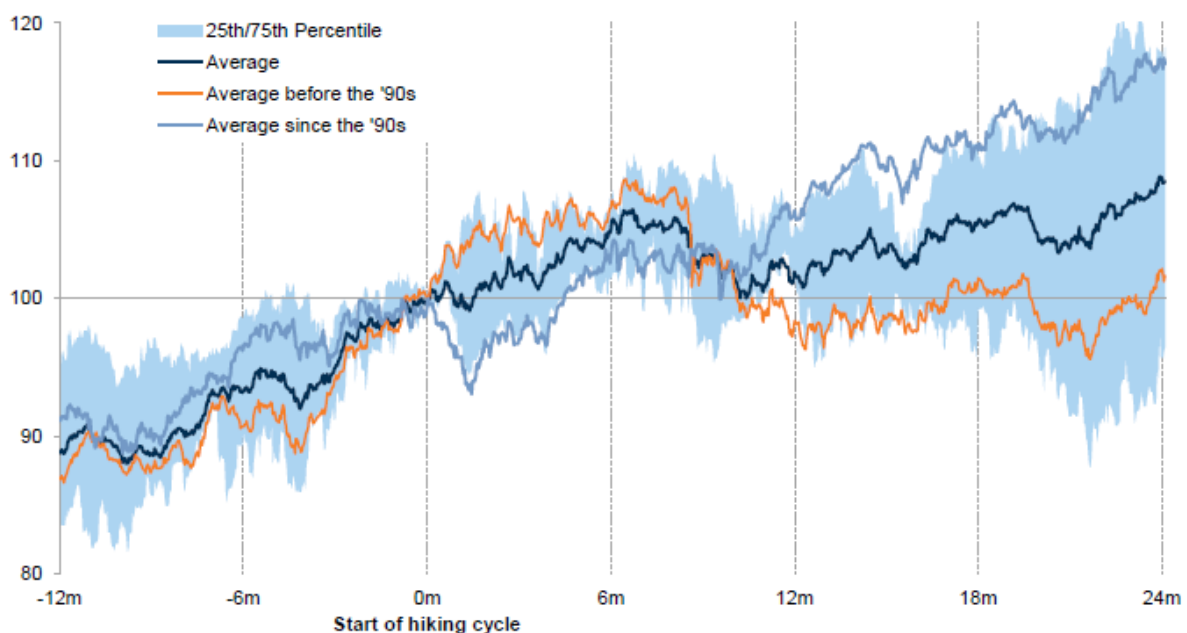
- En fin de mois, le **risque géopolitique** d'une possible invasion de l'Ukraine par la Russie ajoute des allures de guerre froide à cet environnement incertain et entraîne une correction généralisée du marché actions, les secteurs les plus chers restant les plus pénalisés.

*Nous restons optimistes sur la capacité des marchés actions à surmonter cette hausse des taux en 2022, car nous pensons que la croissance bénéficiaire surprendra par sa vigueur.*

Quatre, voire cinq hausses de taux par la Fed semblent actuellement intégrées dans les taux longs et peuvent survenir sans inversion de la courbe, à condition que la croissance soit au rendez-vous. Nous restons optimistes et pensons que la croissance bénéficiaire attendue en ce début d'année pourrait être révisée en hausse, si les bonnes nouvelles se poursuivaient sur le front du Covid, débloquant ainsi progressivement certaines contraintes.

**Les attentes de croissance bénéficiaire pour 2022 semblent trop prudentes, à +7% au niveau des bénéficiaires par action en 2022**, selon le consensus Bloomberg pour l'indice Stoxx600, alors que les volumes semblent se maintenir et que les effets prix devraient jouer favorablement. L'effet de levier d'une telle demande sur les volumes, cumulé à une hausse de prix, nous semble offrir un potentiel de hausse au marché actions après cette phase de correction.

Le graphique ci-dessous illustre que, **sur les 4 dernières occurrences de hausses de taux (1994-95, 1999-2000 ex TMT, 2004-2006 et 2015-2018)**, le marché a enregistré des performances positives dans les 12 mois suivants, et une accélération de performance sur l'année suivante.



Source : Goldman Sachs

Nous serons donc très attentifs à **la résilience de la demande face aux fortes hausses de prix** annoncées par les sociétés. D'autre part, les sociétés font état de **perturbations encore importantes des approvisionnements et des capacités de production en janvier**. Notons que **moins des deux tiers des entreprises de notre univers ont retrouvé leur niveau d'activité de 2019**. Une franche réouverture aiderait à surmonter l'obstacle d'un environnement monétaire moins favorable.

## Que nous disent les sociétés ?

« Le contexte inflationniste généralisé permet de remonter les prix pour répercuter les hausses de coûts, la demande reste exceptionnellement vigoureuse, le risque se situe sur l'exécution ! »

**Notre équipe de gestion a rencontré plus de 200 sociétés lors des conférences de rentrée**, et le ton est assez unanimement optimiste :

*Le ton est fixé pour 2022 : la croissance sera tirée par la très forte demande et les hausses de prix, mais les pénuries et disruptions logistiques concentrent le risque sur l'exécution. Attention aux sociétés à cycle long, pour lesquelles la hausse de prix mettra du temps à se matérialiser !*

Le ton des sociétés nous semble globalement plus positif que l'an dernier à la même époque. La reprise post-crise sanitaire se voit depuis maintenant plus d'un an, la demande est forte, les carnets de commandes caracolent à des niveaux historiques, les stocks faibles apportant une visibilité historiquement élevée. Les questions récurrentes lors des entretiens avec les sociétés sont :

- **Les difficultés d'approvisionnement** toujours présentes, probablement encore au moins toute la première partie de l'année, qui pourraient freiner cette reprise. En effet, la flotte de containers est insuffisante, le Covid amène au mauvais fonctionnement des ports (risque avec Omicron), des usines en Asie ferment brutalement, ... Des stocks de précaution sont constitués mais, globalement, la vulnérabilité liée à une chaîne d'approvisionnement mondiale reste très visible.
- **L'inflation des matières premières**, des composants et de l'énergie : compte tenu du contexte de très forte demande difficile à satisfaire, pour la grande majorité des sociétés, et le manque de capacité sur certains composants, l'augmentation des coûts est quasiment partout. Il ressort de nos contacts que des hausses de prix ont été réalisées en parallèle permettant pour une majorité de protéger les niveaux de rentabilité. Il faut néanmoins que ces coûts se stabilisent pour que les marges ne soient pas affectées par un effet de retard. Les équipementiers automobiles n'arriveront pas à tout compenser, tandis que les secteurs à cycle long (entre la prise de commande et la livraison) souffriront plus longtemps (exemple : fabricants d'éoliennes).
- **L'inflation salariale** ne semble pas un sujet en Europe à ce stade, à part dans quelques segments en pénurie de main-d'œuvre qualifiée, tels que les services informatiques qui contournent le problème en recrutant dans des pays voisins (near shoring) et soignent leur image d'employeur attractif. En revanche, la zone Amérique du Nord subit cette inflation de manière plus soutenue.

- ⇒ **L'inflation, très soudaine et d'une ampleur oubliée depuis plusieurs décennies en Europe, semble finalement assez gérable pour les entreprises, puisqu'elle ne touche pas les salaires. L'élasticité de la demande est à ce stade encore invisible mais cet élément sera à monitorer de très près dans les mois à venir. Les difficultés d'approvisionnement, en revanche, demeurent le facteur de risque qui pourrait venir limiter la croissance.**

## **Certains secteurs nous semblent particulièrement intéressants dans ce contexte :**

- ⇒ **Les sociétés industrielles à *pricing power***, pénalisées par des hausses de coûts qui ont temporairement affecté les marges, devraient performer à mesure qu'elles prouvent leur capacité à faire monter leurs prix :
- *Manitou* a remonté ses prix dès le début de 2021 et a finalement passé cinq hausses sur l'année et continue encore en février 2022, ce qui devrait permettre au groupe de compenser la hausse des coûts de 2021. Leur carnet de commandes atteint un niveau historique de deux années de production, ce qui leur permet de mieux organiser la production. En revanche, ils font état d'absentéisme sur les sites de production, conséquences du Covid.
  - *Trigano* profite également de l'engouement pour les véhicules de loisirs pour remonter ses prix.
  - *Bénéteau* en arrive même à refuser des commandes pour conserver des délais de livraison acceptables et adapter au mieux sa politique tarifaire.
  - *Rockwool* (isolation thermique des bâtiments) a passé près de 15% de hausse de prix en un an pour répercuter la hausse des coûts de l'énergie. Après un trimestre où la marge a souffert, l'effet devrait être immédiat !
- ⇒ **Le secteur des matières premières** reste le secteur le plus bénéficiaire de ces hausses et se situe en tête des performances de début d'année. Nous avons perçu beaucoup d'optimisme chez *Aperam*, *Derichebourg*, *Imerys*, *K+S*, *Arkema*, ou encore *Jacquet Metal Services*, relativement à l'orientation des prix. Certaines matières premières telles que le cuivre ou l'aluminium semblent acculées à la pénurie, les investissements capacitaires ayant été insuffisants.
- ⇒ **Les spécialistes logistiques** réactifs dans ce contexte complexe de *supply chain* gagnent des parts de marché à l'instar de *Clasquin* qui continue de profiter du désordre mondial sur le fret maritime et aérien et des niveaux de prix exceptionnellement élevés. *ID Logistics*, spécialiste de la logistique ayant développé un savoir-faire e-commerce fort, profite de la montée en puissance du *online* et du repositionnement de l'offre de nombreux *retailers*.
- ⇒ **La relocalisation** est un des facteurs de soutien des semi-conducteurs : l'Europe et les Etats-Unis cherchent à inciter les acteurs du secteur à construire des usines sur leur sol, tous ces développements sont favorables aux équipementiers, qui bénéficient déjà des besoins de capacité supplémentaires. L'enjeu de souveraineté européenne va stimuler les investissements en cybersécurité, 5G, le cloud ou le « *edge computing* » pouvant favoriser des

acteurs tels que *OVH, Wallix* ou *Kalray. Granges*, producteur d'alliages aluminium suédois, attribue une partie de sa forte demande de la part des industriels à un souci de relocalisation de leur chaîne d'approvisionnement.

- ⇒ **Les secteurs automobile, ferroviaire ou les assembleurs de composants électroniques**, bridés par les pénuries, ne retrouveront pas leurs niveaux de 2019 en 2022, mais il nous semble intéressant de construire progressivement une exposition suite à la forte baisse des valorisations, en dépit d'un discours prudent (*Plastic Omnium, Faurecia, CAF*). Les assembleurs de composants électroniques sont dans la même situation (*Elekta, Lacroix, ...*).
- ⇒ **Les derniers secteurs touchés par la crise sanitaire**, notamment l'aéronautique, représenté dans nos univers d'investissement par *Lisi, Figeac, MTU, ...* ont infléchi leur discours vers plus d'optimisme et présentent un potentiel de rattrapage encore intéressant.
- ⇒ **Les services informatiques** ne semblent pas entrevoir de ralentissement à ce stade, les besoins en digitalisation identifiés lors des confinements, les migrations cloud, les demandes du service public restent importantes, comme en témoignent *Wavestone, Aubay, Datagroup* ou *Infotel*. Les services techniques observent également une forte demande, comme en témoigne *Spie*. Dans les médias, *Ipsos* continue d'être très sollicité et les publicitaires témoignent de fortes tendances.
- ⇒ **Les semi-conducteurs conservent un très bon pricing power** en début d'année. Les tendances de fonds diversifiant leurs usages vers l'automobile ou l'automatisation des usines ont été accélérées avec la crise sanitaire ; la demande est très forte. L'automatisation, l'électrification de nombreuses industries entraînent ainsi des besoins considérables. L'industrie est en train d'ajouter des capacités mais cela prend du temps ; la demande toujours soutenue dans un contexte de capacités restreint favorise le *pricing power*. Les acteurs ont une visibilité bien meilleure que dans le passé car les relations avec les clients changent. Désormais, de plus en plus de contrats d'approvisionnements long terme sont engagés, permettant ainsi de mieux piloter les investissements de capacité. *Soitec, STMicroelectronics, Xfab, Infineon* confirment tous des niveaux de commandes qu'ils n'arriveront pas à adresser.

## De nouvelles thématiques ont émergé de ce contexte inédit :

Si nous mettons à profit notre proximité avec les entreprises pour mieux percevoir le contexte, nous travaillons aussi à partir de thématiques structurelles qui permettent de traverser les cycles boursiers. Il nous semble essentiel de conserver ces thématiques comme boussoles pour garder le cap dans les rotations sectorielles.

- **Le mégacycle de l'investissement vert** : la décarbonation de l'économie étant érigée en pilier de la reprise post-crise sanitaire, de plus en plus d'entreprises affichent un calendrier de « neutralité carbone », accompagné de plans d'investissements étalés sur plusieurs décennies. Ce mégacycle devrait porter la performance de fabricants de biens d'équipement tels que

*Metso Outotec*, ou d'infrastructures tels que *Nexans*, constituant un cycle d'investissement exceptionnellement long, « un mégacycle ». A ces investissements de la part des entreprises, s'ajoutent les investissements en infrastructures publiques : l'hydrogène est un des axes privilégiés pour décarboner la mobilité et l'industrie, de nombreux acteurs devraient en profiter tels que *Ceres Power*, *Hexagon Composites*, *SFC Energy*, ... Les réseaux de chargeurs pour véhicules électriques sont un autre axe d'hypercroissance.

- **Le Metaverse ou la virtualisation généralisée** : la création d'univers parallèles, telle qu'initiée par *Facebook* qui a choisi de changer son identité en *Meta*, ouvre la voie révolutionnaire d'un transfert des besoins de loisirs, de propriété, de consommation, vers ces univers qui cristalliseront une valeur considérable. Les acteurs de l'animation, des jeux vidéo et des médias prennent une valeur spéculative car ils concentrent un savoir-faire indispensable à cette phase de construction (*Ubisoft*, *Nordic Entertainment*, *Modern Times Group*).
- **Une autre façon de produire** : l'intégration de l'ESG à notre analyse nous rend sensibles à des sociétés qui déplacent les lignes en termes de sécurité des salariés et/ou du consommateur comme *Delta Plus Group* dans les équipements de protection individuelle sur site industriel ou chantier de construction, *Arcure* dans la détection de piétons ou d'obstacles sur sites logistique, *Robertet* ou *Berkem* dans les solutions naturelles ou biosourcées permettant de réduire l'utilisation de produits pétrochimiques dans la cosmétique, nutrition construction... De plus, le recyclage est devenu un axe prédominant et des acteurs tels que *Derichebourg* ou *Séché Environnement* sont bien placés pour contribuer à une économie circulaire.
- **La « Réouverture »** : si certaines valeurs ont très vite retrouvé leur niveau d'activité pré-crise, la vigueur de la demande post-confinement est sans doute encore sous-estimée : le secteur de l'aérien, par exemple, reste prudent sur ses prévisions de trafic du fait des vols d'affaires considérablement diminués, mais le rattrapage attendu du segment tourisme pourrait être sous-estimé.

### **Nous recherchons toujours une exposition à nos thématiques historiques :**

- **La digitalisation**, qui a été accélérée par les confinements successifs, avec le télétravail, une demande très forte du secteur public, un basculement du consommateur en ligne. Cette tendance profite aux éditeurs de logiciels, aux sociétés de services informatiques ou de conseil, aux sociétés spécialisées en marketing digital. Il profite indirectement aux semi-conducteurs et aux sociétés d'équipement (*Logitech*, *Esker*, *Generix*, *Wavestone*, *Netcompany*, ...)
- L'attention portée à la **santé** a été au cœur de l'actualité Covid, décliné en souci d'hygiène de vie et focalisation sur les progrès médicaux. Notre fonds santé permet de s'exposer à la hausse des budgets de recherche médicale. **L'alimentation saine** est son corolaire. Les sociétés telles que *Robertet*, *Raisio*, *AAK* y offrent une exposition intéressante.
- **L'Automatisation de l'industrie (industrie 4.0)**, est une tendance qui s'est vue accélérée par les réflexions autour de la relocalisation des chaînes d'approvisionnement vers des pays à coût de main-d'œuvre élevé et pourrait aussi bénéficier de l'inflation salariale (*Lectra*, *Prodways*).



## Des situations spéciales sont identifiées en ce début d'année :

- **Carrefour** : Un possible rapprochement avec *Auchan* nous paraît envisageable post élection présidentielle.
- **Bolloré** : Une simplification du groupe avant la succession de Vincent Bolloré à ses deux fils apparaît probable et permettrait de réduire la décote par rapport à l'actif net réévalué.
- **Recticel** : L'OPA par Greiner était destructrice de valeur pour l'actionnaire, et la vente de la division mousses techniques par le CEO l'a empêchée. La société est désormais *pure player* de l'isolation des bâtiments, et mérite à ce titre une revalorisation.
- **Coface** : une offre de l'actionnaire américain ARCH est envisageable

Les marchés sont dans une configuration inédite depuis la crise de 2008, de resserrement monétaire, qui appelle une gestion plus équilibrée entre value et croissance. Notre gestion sans biais de style et de secteur, que nous revendiquons depuis longtemps, s'adapte à cette nouvelle donne.

## Les fonds Pluvalca ont adapté leur positionnement au contexte actuel :

### **Pluvalca France Small Caps et Pluvalca Initiatives PME**

Nos fonds actions françaises restent des fonds généralistes sans biais de style ou de secteurs sur la durée. En ce début d'année 2022, nous continuons de maintenir un profil équilibré entre les différents styles (croissance, value, cycliques, séculaire). Les rencontres sociétés nous confortent dans l'idée que la demande est solide, que les entreprises arrivent à compenser l'inflation et que les difficultés d'approvisionnement devraient progressivement se résoudre. Cette reprise macro-économique continue d'être favorable aux sociétés industrielles, cycliques, de qualité qui peuvent effectivement mobiliser quelques besoins en fonds de roulement pour sécuriser leurs approvisionnements afin de faire face à 2022. Nous sommes vigilants en favorisant les entreprises industrielles ayant du *pricing power* et dont les économies de coûts engagées depuis quelques mois ne sont pas encore répercutées dans la rentabilité. Côté valeurs de croissance, les plans de relance annoncés, les enjeux d'adaptation et de transformation des entreprises et les *mega-trends* du côté des consommateurs vont continuer à soutenir les économies et les investissements dans des thématiques long terme (technologie, développement durable, santé). Nous surveillons les niveaux de valorisation et la pondération de certains titres au sein des portefeuilles pour nous adapter au contexte de remontée des taux sur 2022.

### **Pluvalca AllCaps**

Nous gardons un positionnement *blend* avec une volonté de rechercher des valeurs de croissance moins chères en début d'année après une rotation significative de marché observée suite à la hausse des taux. Malgré cette rotation, nous maintenons pour l'instant le positionnement cyclique qui avait été renforcé à l'automne 2020, car nous estimons que le rattrapage des valorisations de ce segment est loin d'être terminé. Le poids des *Midcaps* dans le portefeuille reste significatif car cette classe

d'actif devrait surperformer dans ce contexte de marché, bénéficiant d'une décote et d'une forte représentation en value.

### ***Pluvalca Sustainable Opportunities***

Le fonds est centré sur la thématique du mégacycle d'investissements verts et aux mutations sociétales qui lui sont attachées. Nous sommes confortés dans ce positionnement par l'accélération de l'agenda de décarbonation au niveau des sociétés cotées et les besoins mis à jour par la crise sanitaire. Cette thématique conduit naturellement à une exposition cyclique importante, en recherchant les concepteurs de biens d'équipement permettant à leurs clients d'améliorer leur empreinte environnementale, ainsi qu'à une exposition matières premières, à travers l'économie circulaire et la substitution des matières premières pétrolières. L'exposition aux énergies renouvelables a été modifiée en faveur des développeurs et accrue en fin de mois pour tirer profit d'une baisse que nous jugeons excessive. Alors que les titres assimilés aux « *clean tech* » (technologies de rupture en matière environnementale) ont subi une correction très forte qui nous semble excessive, la thématique des facilitateurs de mutations sociétales a amorti la correction. Surtout, dans un contexte de forte correction des titres chers à forte croissance, la diversification en styles du fonds doit lui permettre de se distinguer des autres fonds développement durables, plus investis en actions de forte croissance.

### ***Pluvalca Disruptive Opportunities***

Le fonds cherche à s'exposer à des sociétés en croissance structurelle à travers une dizaine de thématiques axées autour de la disruption (digitalisation, l'automatisation, e-commerce et changement de modes de consommation, paiement & les fintech, transition énergétique etc.). L'innovation et la technologie sont au cœur de cette stratégie, qui est déclinée via trois types d'acteurs: 1/ les sociétés technologiques, les « *pure players* », porteurs de la disruption pour environ 50% du portefeuille actuellement, 2/ les sociétés bénéficiaires, ou bien les facilitateurs de la disruption (sociétés de services informatique, logistique etc.), pour environ 30%, et 3/ les sociétés « en transformation », sociétés traditionnelles qui adaptent leurs stratégies afin de réorienter leurs portefeuilles d'activité vers les segments de demain, améliorant ainsi leur profil de croissance bénéficiaire, pour environ 20% du portefeuille. Malgré le contexte de remontée des taux qui peut être temporairement défavorable à notre style de gestion, nous sommes persuadés de l'intérêt et de la pertinence de ces tendances à la sortie de la crise sanitaire. On peut citer : l'accélération de la digitalisation dans différents secteurs de l'économies, les tensions inflationnistes qui favorisent de plus en plus l'automatisation de l'outil industriel, le rôle clé du secteur des semiconducteurs dans le monde d'aujourd'hui ou encore l'accélération de la pénétration de l'e-commerce et des contenus digitaux dans la consommation des ménages.

### ***Pluvalca Health Opportunities***

Le secteur santé a été sous les projecteurs depuis 2020. Secteur essentiel à la bonne marche de l'économie, soutenu par les pouvoirs publics, il allie résilience et croissance. Le fonds est aujourd'hui positionné de façon équilibrée entre la biotech avec un faible poids des phases cliniques précoces, les



sociétés de services qui offrent un mix qualité/croissance rare et les *medtech*. Nous constatons une forte volatilité sur les titres liés aux vaccins ou les diagnostics dépendant de l'épidémie de Covid. Nous gardons une exposition liée à la faible valorisation des sociétés en question. En ce début d'année, nous restons confiants sur un secteur qui devrait continuer de surperformer sur longue période, profitant de tendances structurelles (vieillesse de la population, mauvais modes de vie), de nombreux besoins médicaux insatisfaits et d'une nécessaire transformation pour rendre les systèmes de soins plus efficaces. *Big data, machine learning*, échanges des données entre les différents professionnels de santé, applications de suivi patients, télémédecine : les technologies et le digital vont permettre pour la recherche une sélection plus rapide et pertinente des molécules d'intérêt, pour les patients une meilleure prise en charge et une réduction des comorbidités. Nous avons constitué une exposition à la thématique de digitalisation avec des plateformes de logiciels spécialisés santé et des solutions connectées. L'Europe recèle un vivier de plus de 600 sociétés cotées dans la santé, avec un intérêt marqué pour les produits innovants et dont les programmes de développement sont exécutés, intérêt illustré par le retour des projets d'IPO en France. La consolidation boursière observée sur cette thématique est clairement une opportunité pour se renforcer sur des dossiers dont les valorisations ont parfois été excessives en 2021.

Rédigé le 03/02/2022 par l'équipe de gestion

Pour plus d'informations : [commercial@arbevel.com](mailto:commercial@arbevel.com)