

La Lettre Trimestrielle

Financière ARBEVEL

N°86

Avril 2022

D'une crise à
l'autre :
ambiance
montagnes
russes

20 rue de la Baume
75008 Paris
contact@actis-am.fr
www.arbevel.fr
tél : 01.53.23.04.30



FINANCIÈRE
ARBEVEL



De plus en plus, les caractéristiques d'une économie de guerre...

BILAN

Au moment où, en ce début d'année 2022, nous aspirions enfin pouvoir vivre, consommer et voyager comme aux temps anciens d'il y a deux ans, en stoppant les douleurs liées aux pertes humaines et en freinant les frustrations imposées par les contraintes sanitaires, Poutine et son ambition à retrouver la gloire perdue (a-t-elle seulement existé ?) de l'ancien empire soviétique sont venus doucher nos espoirs « décadents » ...

Les marchés auraient préféré que les montagnes russes soient, elles aussi, sous embargo, beaucoup moins festives, tant l'incertitude pesant sur nos investissements reste conditionnée aux objectifs d'un homme dont l'horloge mentale s'est arrêtée en 1970 et qui se prend à rêver de descendre le rideau de fer que nous, occidentaux, pensions à jamais disparu. Entre crise sanitaire et conflit, un monde d'illusions (ne jamais baisser la garde...) et de confort s'écroule.

L'incertitude régnant sur les marchés, et au-delà, s'articule autour des éléments suivants (non exhaustifs) :

- Contours géographiques de l'influence politique et militaire russe en Europe dans les prochains mois ;
- Durée de l'invasion russe en Ukraine qui au-delà de la tragédie humaine engendrée pèse sur la psychologie des consommateurs et les perspectives des entreprises ;
- Forme et calendrier de la transition énergétique européenne visant à s'affranchir de la dépendance aux gaz et pétrole russes ;
- Recherche de nouvelles sources d'approvisionnement de ressources minérales et céréalières en quantité, qualité et de surcroît à prix raisonnables : un substitut au mix russe complexe à trouver. L'envolée des cours du nickel au London Metal Exchange (LME) jusqu'à sa suspension de cotation, en est un brillant exemple. Bref un casse-tête pour les industriels dont les productions et marges se retrouvent sous de nouvelles contraintes ;
- Réaction des populations en occident et dans les pays émergents aux pressions inflationnistes entraînant une pression à la baisse sur les

pouvoirs d'achat voire des pénuries. On se souvient tous des manifestations populaires à la mode gilets jaunes dans les démocraties et l'origine des printemps arabes ailleurs.

Pas très loin de l'ambiance dystopique Mad Max où la moindre goutte de pétrole valait une fortune, où plantes et graines étaient très recherchées pour assouvir les besoins vitaux.

En résumé, une économie de guerre caractérisée par les pénuries et la cherté. Et la violence extrême au rendez-vous.

Les banques centrales, Fed et BCE, réagissent à cet environnement d'hyper-inflation par les moyens classiques (remontée de taux, tapering), assez peu efficaces a priori pour traiter les motifs réels d'inflation : approvisionnements restreints sur certaines matières premières (coûts d'exploitation, géopolitique), coût élevé du fret maritime, engorgements logistiques (manque de capacité de transports et portuaires, crise sanitaire encore en Asie), trop grandes dépendances de régions entières à une seule région ou un pays sur certains produits (masques, paracétamol chinois en 2020 pour le monde entier, gaz russe pour les européens, palladium et nickel russe pour le monde, puces taiwanaises pour le monde, etc.).

Crise sanitaire et crise géopolitique sont l'occasion de se poser et de repenser les liens économiques entre tous, car il s'agit bien d'un enjeu stratégique majeur pour la stabilité de notre monde économique. La mondialisation sous sa forme actuelle va évoluer en fonction des régionalismes politiques et économiques à l'œuvre.

Mais la remontée des taux aux Etats-Unis (+0,25%) recouvre des motivations politiques en réponse à la grogne sociale liée à la hausse des prix et a également pour but de retrouver des marges de manœuvre en cas de dégradation future de l'environnement économique.

Côté européen, la BCE a choisi de réduire les liquidités en mettant fin en avril au Programme d'Urgence Pandémique (PEPP) de 1,850 milliards d'euros d'achats de dette lancé en 2020. Et, d'autre part, en réduisant drastiquement ses rachats d'actifs pour les ramener à 20 milliards d'euros en juin - seuil qui devait initialement être



atteint au quatrième trimestre de cette année. Cependant, face au risque de stagflation, la BCE a indiqué vouloir se laisser le temps et voir les effets du tapering et de la guerre en Ukraine avant d'activer l'arme des taux à l'instar de la Fed.

Sur ce premier trimestre, les actifs recherchés ont été le pétrole (+38,74% YTD pour le Brent) et plus généralement l'ensemble des matières premières ainsi que l'or (+6,6%) remplissant son rôle de rempart à l'inflation.

A l'opposé, marchés actions et obligataires affichent tous leur solidarité avec de piètres performances dans ce contexte fort d'aversion au risque.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 relâche peu avec -4,60% et le Nasdaq à -9,1% grâce à un bon mois de mars. En Europe, les places pour la plupart sont entre -6 et -13% en ce début d'année, seules Londres et Madrid affichent de performances positives voire légèrement négatives +1,78% et -3,08% respectivement (50% de banques et utilities pour l'ibex), les secteurs pétrole-mines-finance très représentés, dopant la performance relative.

En Asie, les places suivent le mouvement « occidental » avec une nette accélération à la baisse en fin de trimestre pour les places chinoises supportant à la fois les confinements sanitaires, l'environnement réglementaire restrictif chinois et américain contre la tech et enfin le bannissement des investisseurs étrangers en raison de la proximité politique et économique avec la Russie.

Sur le plan sectoriel pour exemple en Europe, on notera pour des raisons évidentes la très bonne tenue de l'énergie +5,63% et des matières premières +0,20% accompagnées par d'autres plus défensifs tels la santé -4,37%, les télécoms +0,7% et l'immobilier -5,76%. Les plus négativement impactés en ce début d'année restent la technologie à -16,45% (contexte de remontée de taux et valorisations), la distribution -31,29% (forte concurrence notamment du e-commerce), le secteur auto -12,53% (pénurie de semi-conducteurs et de câbles électriques) et le luxe -13,4% (marché chinois en proie aux confinements, crise russe, valorisations) et le secteur loisir -12,63%.

Les facteurs géopolitiques ont renforcé la volatilité des marchés au cours des dernières semaines, la fin des JO ayant accéléré le pas.

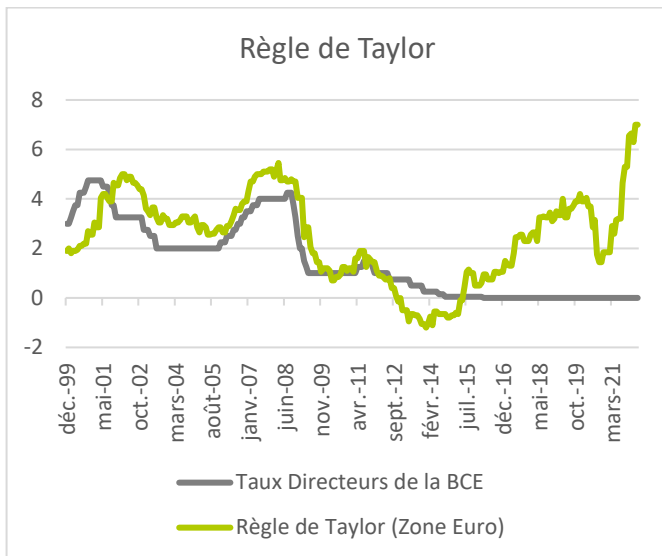
Aux USA, l'environnement de prix reste sous pression avec des prix à la production en hausse de 9,7% sur un an en janvier. Les minutes de la Fed indiquent que la banque centrale est prête à relever ses taux drastiquement cette année et bientôt réduire son bilan.

Les chiffres de l'inflation en Grande-Bretagne ont atteint sur le mois les 5,5% en glissement annuel.

En zone euro, différents membres de la BCE ont pris la parole et ouvrent la voie à une normalisation de la politique monétaire avec une inflation qui devrait rebaisser mais se situer ensuite à un niveau plus élevé qu'avant la pandémie. Après l'arrêt du programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) fin mars, les achats nets mensuels s'élèveront à 40 milliards d'euros en avril, mais diminueront à 30 milliards en mai (au lieu du troisième trimestre) et à 20 milliards en juin (au lieu du quatrième trimestre). Si les données à venir confirment que les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, la BCE arrêtera ses achats nets fin juin.

L'inflation toujours élevée laisse peu de place à l'erreur tant pour la Réserve Fédérale Américaine que la Banque Centrale Européenne. Aux USA, l'inflation a été revue à la hausse par les économistes de la Fed, à 4,1% pour 2022 contre 2,7% auparavant (Core PCE), alors que la croissance a été révisée à la baisse, à 2,8% cette année contre 4% lors des dernières prévisions, en décembre. Concernant la BCE, dans un scénario optimiste, celle-ci prévoit une inflation de 5,1% en 2022 (le plus haut niveau depuis les débuts de la monnaie unique), pour une croissance de 3,7% en zone euro pour cette année contre 4,2% précédemment.

La situation est devenue cornélienne avec une inflation bien supérieure à la cible et dans le même temps une croissance bien en dessous de la croissance potentielle (cas de stagflation). Qui plus est avec une inflation qui pourrait grimper à 7,1% dans un scénario de conflit « sévère » ...



Source : Arbevel/Bloomberg

Alors quid de la fameuse Règle de John B. Taylor, économiste américain renommé et professeur à l'université Stanford ?

Explication : Le taux d'intérêt nominal utilisé par les autorités monétaires est, selon la règle de Taylor, positivement corrélé à la différence entre l'inflation actuelle et la cible d'inflation, ainsi qu'à l'écart entre la croissance actuelle et la croissance potentielle.

Ainsi, si la banque centrale augmente ses taux, alors l'inflation va diminuer, mais cela va agrandir davantage encore l'écart entre la croissance actuelle et la croissance potentielle (car hausse de taux = baisse investissement = baisse croissance actuelle = élargissement de l'output gap).

2 raisons essentielles expliquent la position actuelle :

- 1) La remontée des taux est nécessaire lorsqu'il s'agit de répondre à un excès de la demande et non pas à une pénurie de l'offre, au risque d'enrayer davantage le rythme de croissance. Le rebond de l'emploi et les hausses des salaires sont impératifs mais non encore visibles à l'heure actuelle ;
- 2) Le fait que les taux d'intérêt du marché sur les obligations à plus long terme restent très bas. La fin des aides budgétaires et une inflation plus durable que prévu devraient pourtant accentuer les primes de terme.

Il convient donc de ne pas rater la sortie de cette politique monétaire accommodante et faire retomber les prix sans nuire à la croissance, et ainsi éviter des hausses de taux à la Volcker sans déclencher une récession, **sans doute déjà trop tard**... même si tout s'est compliqué depuis l'invasion de l'Ukraine.

Si l'on se réfère aux précédents, la Fed ne s'est en effet jamais montrée capable de faire baisser l'inflation sans engendrer de récession. Pour mémoire, en 1981, l'inflation franchit alors le rythme annuel de 13%. Pour juguler cette inflation, Paul Volcker porte le taux directeur de la Réserve Fédérale de 11,2% en 1979 à 20% en juin 1981. Il permit ainsi d'abaisser l'inflation à 3,2 % en 1983. En contrepartie, la récession s'installe pendant 2 ans.

Un ralentissement plutôt qu'une récession n'est à ce stade pas à exclure et dépendra en grande partie de la consommation des ménages et de la quote-part allouée à leur épargne de précaution ainsi que du rythme des investissements des entreprises qui se sont refinancées à moindre coût pendant la crise.

PERSPECTIVES

Les tensions inflationnistes resteront récurrentes tout au long de cette année au moins sur de très nombreuses matières premières (énergies, bois, céréales, semis), amplifiées par des difficultés logistiques toujours existantes, eux-mêmes générées par la stratégie zéro Covid en Chine, le manque de capacité globale de transports et tankers (sous-investissements récurrents) et de main d'œuvre (dockers et inflation salariale).

Cette nouvelle donne tant espérée depuis de très nombreuses années par nos banquiers centraux, et désormais fortement redoutée inspire de très larges réflexions d'ordre stratégique :

- Sur le plan énergétique (effort sur le renouvelable, retour du nucléaire, isolation des bâtiments, moindre dépendance à la Russie, diversification des sources d'approvisionnement) ;
- Sur le plan alimentaire et agricole avec une sécurité alimentaire bouleversée par le conflit russo-ukrainien (deux plus importants greniers à céréales du monde : Russie + Ukraine = 30% du



marché mondial du blé, huile de tournesol...) qui pousse l'Europe à ce propos à réviser le virage « vert » de sa Politique agricole commune ;

- Sur le plan de la Défense et de la politique d'Armement avec l'invasion russe en Ukraine qui fait bouger les lignes et renforce la cohésion des membres de l'OTAN et poussent certains pays tel l'Allemagne à reconsidérer violemment à la hausse son budget militaire (multiplié par 2) et mettre fin à un tabou datant de la seconde Guerre mondiale ;
- Sur le plan de relocalisation de certaines productions tels les semi-conducteurs afin de moins dépendre d'acteurs tel que Taiwan dont la position géographique reste à risque compte tenu de la proximité de la Chine et de ses vellétés d'étendre son empreinte politique et économique. D'autres produits restent également un sujet de rapatriement de la production à terme à l'image de certains produits qui nous ont fait défaut lors de la crise sanitaire et qui étaient presque exclusivement concentrés dans les mains chinoises.

Cette démondialisation croissante pour certains pans entiers de l'économie renforce la visibilité des acteurs locaux au sein de chaque région.

Certaines valeurs environnementales et énergétiques, de l'armement, des semi-conducteurs, de l'agribusiness et de la santé seront portées par ces tendances qui vont s'inscrire dans la durée.

Toutefois la sélectivité sera de mise pour éviter :

- Les entreprises potentiellement pénalisées par le coût des intrants (matière et salaires) sans pouvoir les répercuter au consommateur final et/ou la pénurie de matériaux contraignant la production ;
- Celles endettées dans un contexte de remontée de taux ;
- Et enfin celles qui sont trop dépendantes d'une zone politiquement à risque comme la Russie voire la Chine.

Les banques peuvent tirer leur épingle du jeu avec les perspectives de remontée des taux longs à condition que le coût du risque n'augmente pas en parallèle.

Les valeurs de croissance liées aux nouveaux modes de consommation et de communication resteront recherchées et inscrites dans la durée, tout comme les valeurs environnementales entourées par toutes les politiques et consciences publiques, du moins pour celles dont le niveau de valorisation restera soutenable au regard de la croissance bénéficiaire, et ce dans un contexte de remontée des taux rendant plus aléatoire la durabilité de valorisations parfois extravagantes ou simplement élevées.

Pour résumer, notre gestion restera équilibrée vers un mix de valeurs mégatrends et cycliques dans cette année de transition vers la normalisation, inconnue depuis plus de 10 ans, qui engendrera de la volatilité sur les marchés.

La question déterminante restera l'impact des coûts salariaux, des intrants et de l'énergie sur les marges des entreprises. Mais on le répète ce qui nous préoccupe plus encore est la pénurie de certains matériaux, semi-conducteurs et produits intermédiaires pouvant affecter durement le cycle de production des entreprises se trouvant par voie de conséquence dans l'incapacité d'assouvir la demande.

Les perspectives de croissance pourraient en souffrir à terme. D'autant, qu'à plus long terme, la transition énergétique peut nous amener à repenser notre schéma de rythme de croissance, plus modéré que par le passé. En effet, se passer de l'ancienne économie avant d'avoir construit la nouvelle trouve ses limites avec une énergie qui est contrainte et intermittente et non en adéquation actuellement avec nos modes de croissance.

Du côté obligataire, les Banques centrales ne remonteront pas les taux de manière vigoureuse pour les principales raisons suivantes :

- Soutenir les dettes publiques et éviter une crise obligataire par l'augmentation des faillites d'entreprises ;
- Soutenir la croissance et l'emploi ;
- Ne pas agir sur une inflation venant d'une hausse des matières premières et sans courroie de transmission sur les salaires ;



- Risque de baisse des marchés actions sans résultat visible sur l'inflation ;
- Si les salaires nominaux sont mal indexés sur l'inflation, la hausse de l'inflation fait baisser les salaires réels et freine la demande ;

Les politiques monétaires sont devenues un compromis entre la lutte contre l'inflation et la poursuite des autres objectifs : soutenabilité des dettes publiques ; soutien de l'emploi, de l'investissement et de la croissance potentielle ; rejet d'une chute des cours boursiers.

Enfin, ne boudons pas notre chance, de voir la montée quasi continue des rendements des obligations souveraines, le montant total de la dette « payant » des taux négatifs s'est considérablement réduit, alors qu'il dépassait encore 14.000 milliards en novembre dernier.



Source : Arbevel/ Bloomberg

LA VIE DES FONDS

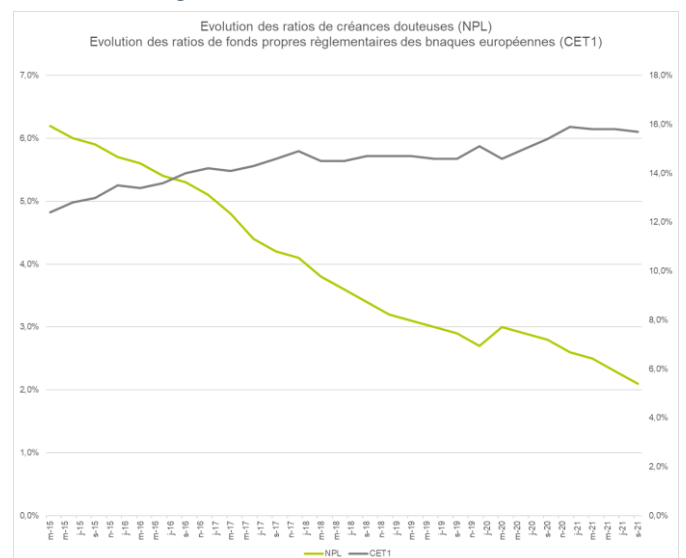
SCR Optimum progresse de +0,36% sur ce trimestre contre -0,77% pour son indice de référence et continue sur sa lancée 2021. De nombreux obstacles s'offrent à nous dans cet environnement des plus incertains et la remontée de la volatilité.

Notre exposition nette ajustée du beta 2 ans reste avec un léger biais long (+5,94%) et toujours un portefeuille

concentré de 28 valeurs dont 12 en dehors de l'univers Euro Stoxx 50 (notre couverture).

Nous conservons notre biais long (+3.5%) sur les valeurs bancaires avec un biais prononcé pour BNP-Paribas. Depuis le temps que nous attendions des catalyseurs pour revenir sur le secteur, celui-ci devrait enfin profiter :

- 1) De la remontée des taux ;
- 2) Du regain d'intérêt qu'offre le rendement de leur dividende ;
- 3) De leur niveau de fonds propres ;
- 4) De leur ratio de créances douteuses au plus bas depuis 2015 ;
- 5) De leur exposition limitée à la Russie ;
- 6) Dans un environnement où les groupes industriels vont avoir du mal à répercuter les hausses de coûts, voici un secteur qui devrait améliorer ses marges ;
- 7) Du retour des opérations de M&A ;
- 8) Et enfin, car nous pensons que les élections Présidentielles laissent peu de place à la surprise dans cet environnement suffisamment anxiogène.



En contrepartie du renforcement de notre biais long sur les valeurs bancaires, nous sommes sortis intégralement de Danone que nous avons intégré au portefeuille afin de neutraliser notre biais short, le titre nous apparaissant survenu à court terme. Les incertitudes à lever sont encore nombreuses, notamment pour redresser la rentabilité du Groupe en Europe, dans un contexte inflationniste et une capacité à relever les prix, pas aussi



évidente au regard de la consommation qui reste encore timorée.

Enfin, nous avons renforcé notre position sur Oeneo, qui avait été initiée au trimestre précédent avec toujours pour objectif le retrait de côte par la famille Heriard-Debreuil, en plus du savoir-faire de ce n°2 mondial dans le bouchon de liège et synthétique sur un marché en croissance structurelle et des gains de parts de marché.

Parmi les positions longues ayant contribué à la performance du fonds, il faut souligner Bayer AG qui profite « enfin » de la faveur des investisseurs et des bureaux d'analystes qui révisent à la hausse leurs objectifs. Et pour cause, la valeur profite à la fois de sa branche pharmaceutique et d'un news flow favorable, et de sa branche semence avec Cropsience et les défis structurels et maintenant conjoncturels, pour ne pas dire stratégique de l'agriculture. Bien que la valeur soit en hausse de 32,13% depuis le début de l'année, elle bénéficie toujours d'une décote par rapport à ses pairs et nous conforte à maintenir notre biais long.

Notre couverture systémique étant constituée de l'indice Euro Stoxx 50, nos sous-pondérations relatives en ASML, Siemens, Deutsche Post et Adyen, nous ont également favorisées. Les déconvenues du trimestre ont porté sur le secteur automobile (Michelin, Stellantis) et Esker ou encore Smurfit Kappa.

Rentoblig baisse de -2,34% sur le trimestre contre -2,98% pour son indice de référence.

Les indices crédit se sont fortement écartés sur des chiffres d'inflation toujours plus élevés et un ton très hawkish des banques centrales, avant même un effet accélérateur de l'invasion Russe en Ukraine. Sur le trimestre le Xover s'est écarté de 96,7 points et le Main de 25,2 points pour venir toucher et même dépasser les plus hauts de 2018 au plus haut des tensions géopolitiques sur les marchés début mars.

De même, les taux ont augmenté sur un rythme exacerbé par les différentes annonces des banques centrales, créant le pire début d'année sur les Treasuries (-8,62% au 14/03/2022) depuis que les données sont enregistrées (1973). L'effet de base, en partant de taux bas, a bien entendu joué sur l'ampleur de cette baisse. Les taux américains (T-Bond) ont terminé le trimestre à +2,338% (+83bps) et les taux allemands (Bund) à +0,548% (+73bps).

L'écartement des spreads ainsi que la hausse généralisée des taux a pesé sur le portefeuille. Nous avons réduit notre sensibilité courant janvier afin d'aligner le portefeuille à la normalisation attendue des politiques monétaires, en vendant des contrats futures Bobl (5 ans allemand) afin de profiter de l'effet plus important de celle-ci au niveau du ventre de la courbe. A titre informatif le 5 ans allemand a augmenté de +83bps sur le trimestre.

Cette couverture ainsi que notre exposition élevée à l'inflation nous a permis de contrebalancer la baisse ce trimestre, avec la contribution au rendement de +0,226% pour la couverture taux et +0,245% sur nos positions inflation (CPR Focus Inflation et Axa Global Inflation Short Duration Bonds).

Nous avons également pu profiter du rachat anticipé de deux obligations (Akka Technologies Perp BE6317643334 et Tereos 2023 FR0013183571) qui font partie des seuls contributeurs positifs sur le trimestre (respectivement +0,057% et +0,034%).

Du côté des contributeurs négatifs, à la fois les positions High Yield et Investment Grade ont corrigé lors du trimestre. Les premières principalement du fait de l'écartement des spreads et les deuxièmes, ayant souvent une durée plus importante, du fait de l'augmentation des taux. Leurs contributions au rendement sont proches à -1,20% pour le High Yield et -1,62% pour l'Investment Grade.

Nous ne pensons pas que la hausse des taux et l'écartement des spreads se calment à court terme et restons donc prudents sur notre positionnement en gardant une position importante en liquidités (+8,35%) afin de pouvoir saisir les opportunités offertes par cette mouvance.

Rentoblig propose un rendement de 1,94% pour une sensibilité de 1,92 et une notation moyenne BBB-.

Altern Plus termine le trimestre sur un repli de -3,50% pour un indice de référence en retrait de -2,24%.

Concernant les principales métriques du fonds, pas de changement au niveau de la sensibilité taux qui est passée de 1,61 à 1,59 ans. En revanche, nous nous sommes efforcés de maintenir un rating moyen du portefeuille Investment Grade dans cet environnement

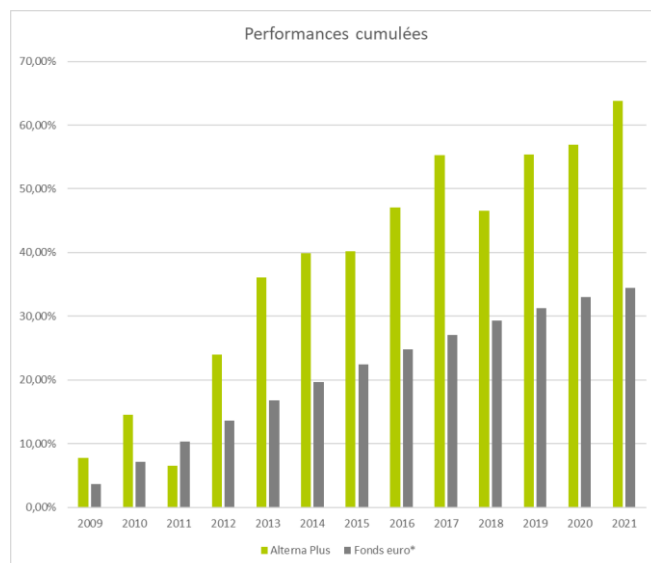
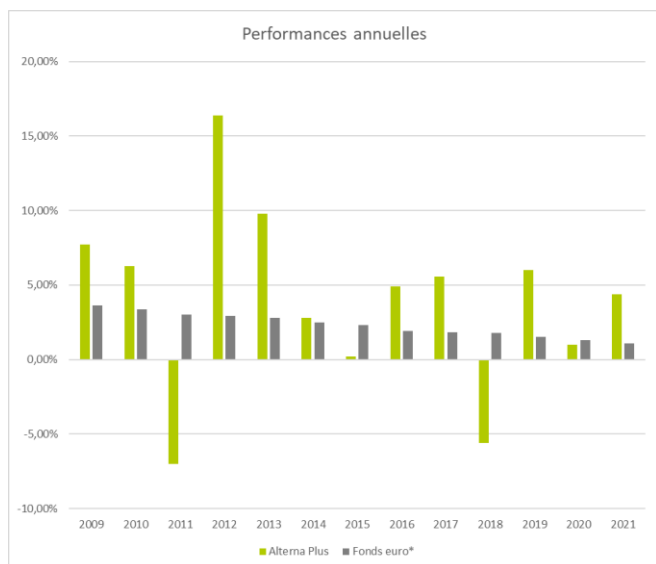


dégradé en réduisant la part du haut rendement de 23,80% à 20,11% et en baissant légèrement le curseur actions de 21,86% à 19,37%.

Fort de sa collecte depuis le début de l'année (environ 10% de l'encours), nous avons investi les flux sur des Obligations de l'état italien 2028 (BBB+), Iliad (BB-) en 2025 et 2026, Covivio et JC Decaux toutes deux BBB+ et 2030 et enfin sur un dossier plus spéculatif en renforçant notre position en Jaguar-Land Rover (B-) 2026 et ajuster ainsi notre échéancier.

En action, nous avons renforcé notre position sur Rubis et allégé Stellantis.

Bien que les performances passées ne présagent pas des performances futures, Alterna Plus offre une belle alternative ou complément d'investissement face à la baisse des rendements des fonds euro. Par ailleurs, sur son horizon d'investissement recommandé de 2 ans, le « time to recover » est respecté depuis 2009 :



Source : Arbevel/Bloomberg

TrendSelection PEA Evolutif est en repli de -3,75% sur le trimestre en ligne avec son indicateur de référence -3,60% et a donc su limiter la casse face au CAC 40 dividendes nets qui accuse -6,73% de baisse. Avec une exposition moyenne aux actions de l'ordre de 66%, le fonds réalise donc une performance honorable.

Celle-ci s'explique par quelques dossiers ayant tiré avantage de la situation Russo-Ukrainienne avec notamment, Thales et sa division Défense et/ou technologies de l'information.

On peut aussi évoquer Bayer AG et sa branche semence (voir commentaire sur SCR Optimum) qui bénéficie d'un regain d'intérêt évident.

Parmi les opérations structurantes réalisées, nous sommes sortis de SEB SA - la hausse des coûts des intrants devrait être difficilement répercutée à moyen terme sur les prix de vente - préférant nous renforcer sur SOMFY, spécialiste des solutions domotiques et ses automatismes. Il est le premier acteur européen avec près de 60% de parts de marché dans les volets. Présent dans 60 pays sur les 5 continents, la société possède aujourd'hui 11 marques lui permettant de se positionner sur les différents segments de marchés, de la marque blanche aux références les plus techniques, même si elle se concentre sur la partie à haute valeur ajoutée.



Ce que nous aimons sur le dossier c'est son « business model » en croissance dans toutes les zones et dans plus de 60 pays, son management de qualité avec un bilan sain fort d'une trésorerie nette positive (642 M€ à fin décembre) offrant des marges de manœuvre financière pour des acquisitions et/ou un retour à l'actionnaire du cash au bilan.

Enfin, nous avons allégé Thales et Biomérieux dans une optique de trading et renforcé à la marge notre exposition sur BNP-Paribas pour atténuer notre sous-exposition relative et Bureau Veritas pour saluer la hausse de ses marges sur le S2.

GTA France affiche une baisse de -12,54% sur le trimestre contre -6,73% pour le CAC 40 dividendes réinvestis pâtissant de son biais valeurs de croissance en ce début d'année et de sa sous exposition en valeurs financières et pétrolières. Le portefeuille a été recentré courant février avec des longs dérivés Eurostoxx bancaires et pétroliers.

L'exposition actions a évolué entre 97,46% et 104,94%, niveaux proches de la neutralité.

Nous avons procédé à de nombreux arbitrages en vue de :

- 1) Solder la position en petites capitalisations dont la capitalisation devenait supérieure à la limite réglementaire DSK de 150 M€ tels Moulinvest, Pougoulat, Serge Ferrari ;
- 2) Initier de nouvelles positions en small caps en remplacement sur Abeo (Equipements de loisirs et salles de sports), High Co (Marketing & Communication) et IT Link (Informatique), Hunyvers (concessions de camping-cars introduite fin février), quatre sociétés françaises faiblement valorisées à moins d'une fois le chiffre d'affaires, toutes profitables et sur des dynamiques porteuses.
- 3) Initier deux positions défensives en Unilever (valorisation attractive, scission d'actifs et évolution du management en vue sous la pression de ses principaux actionnaires activistes) et Thales (nouvel enjeu géostratégique).

Les valeurs familiales et entrepreneuriales représentent une part de 47,92% du fonds.

TrendSelection International (TSI) baisse de -12,26% sur le trimestre contre -3,06% pour le MSCI World.

Cette contreperformance s'explique par une quasi-absence des financières et des pétrolières qui ont bien performé en relatif.

L'exposition actions a varié entre 102,50% et 91,33% sur la période en décroissance sur la fin de trimestre à compter de fin février avec l'invasion russe en Ukraine.

Les arbitrages sur le trimestre ont été très actifs dans cette période de volatilité intense.

Les positions ont été orientées afin de :

- 1) Réduire l'exposition sur les valeurs de croissance chèrement valorisées dans un contexte de crispation sur les valorisations au regard de la hausse anticipée des taux à l'image du japonais robotique Keyence, Netflix, Chocolat Lindt, le suédois AddLife (recherche santé externalisée), Fortinet (spécialiste américain de sécurité informatique) ;
- 2) Solder les positions chinoises dans le rebond concernant SITC et Tencent ;
- 3) Solder l'irlandais Kingspan, spécialiste de matériaux isolants de construction (manque de visibilité sur l'affaire de l'incendie de la tour Grenfell de Londres en 2017, pénalités et mises aux normes) et le spécialiste norvégien des engrais Yara (envolée des prix du gaz nécessaire à la production) ;
- 4) Initier des positions en valeurs bancaires nord-américaines afin de profiter du contexte de remontée des taux à l'image de JP Morgan et du canadien Toronto Dominion ;
- 5) Initier une position sur le norvégien de la défense Kongsberg Gruppen bien positionné sur l'électronique de guidage des projectiles et radars ;
- 6) Initier une position défensive sur Unilever pour les mêmes raisons que pour GTA France ;
- 7) Enfin initier une position sur Meta Platforms (ex-Facebook) afin de se demi-pondérer par rapport à l'indice MSCI World soit 0,40% dans le sillage de la forte dégradation du titre en rapport avec des publications de résultats décevants.

Les cinq secteurs les plus représentés sont quasi à parts égales autour de 15/20% la technologie, les soins de



santé, les matériaux, l'industrie et la consommation discrétionnaire (luxe, automobile, e-commerce).

Le Digital & Sécurité occupe 23% du portefeuille, la Santé & Nutrition à 27%, l'Urbanisation & Environnement représente 25% et Leading Brands à 25%.

Le portefeuille est géographiquement réparti avec 49% sur l'Europe, 33% sur l'Amérique du Nord, 13% sur l'Asie-Pacifique (Chine 2%, Japon 10%).

Les valeurs entrepreneuriales représentent 37% du portefeuille, en baisse de 12% avec les dégagements de valeurs fortement valorisées.

Rédigée par l'équipe de gestion le 08 avril 2022.

Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. L'opinion formulée dans le présent document ne saurait en aucun cas se substituer au jugement de son destinataire. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de Financière Arbevel à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Financière Arbevel, agrément AMF GP – GP97111 du 31/10/1997.

L'Equipe de Gestion

Financière ARBEVEL

20, rue de la Baume – 75008 Paris

Par téléphone +33(0)1 53 23 04 30

Par Fax +33(0)1 53 23 04 31

Par E-mail contact@arbevel.com

Site Internet <http://www.arbevel.com>