

LE POINT DE VUE DU GERANT

AVRIL 2023

Chers investisseurs,

Depuis un an les banques centrales ont monté leurs taux d'intérêts de manière assez logique, mais elles l'ont fait à un rythme tellement rapide qu'elles commencent à créer ou révéler des fissures dans le système financier. Pour autant les banques centrales n'ont pas encore plongé leurs économies en récession et contrairement à la crise financière de 2008, elles ont étoffé leur boîte à outil. Elles ont ainsi bougé très rapidement pour éteindre les premiers incendies (SVB, Crédit Suisse...) permettant de limiter la casse.

Il n'en demeure pas moins que les conséquences de l'argent facile, ou plutôt de la fin de l'argent facile, sont en train de se répercuter sur l'ensemble du secteur bancaire et au reste de l'économie.

Cette situation a pour nous trois conséquences directes, 1/ une instabilité du secteur bancaire qui entraîne une restriction du crédit et une aversion au risque persistante, 2/ un assèchement de la liquidité qui pénalise les actifs risqués, notamment les petites valeurs cotées et 3/ un maintien de pressions inflationnistes potentiellement pénalisantes pour les marges des entreprises.

Cela se traduit, depuis deux ans, par une sous-performance massive des petites valeurs par rapport aux grandes. La tendance haussière qui se dessine sur le graphique ci-dessous montre bien que la performance relative des valeurs moyennes a été structurellement supérieure à celle des grandes valeurs sur les deux dernières décennies. En revanche elle se situe en ce moment sur un point très bas et même si les petites valeurs ont rattrapé un peu depuis le mois de septembre dernier, elles restent très en retard.

Graphique de performance relative Small vs Large Caps



Source Bloomberg

Les petites capitalisations étant des actifs risqués avec potentiellement plus de difficultés à passer les hausses de prix, elles sont plus exposées à des pressions sur les marges et au *credit crunch*. Une sous performance peut donc paraître assez intuitive de prime abord, pourtant, historiquement, c'est plutôt le contraire qui s'est produit à plusieurs reprises.

La flambée inflationniste tirée par la hausse des prix des matières premières des années 1970, la forte inflation des années 90, périodes en nombreux points comparables à la période actuelle, avaient vu une surperformance des petites valeurs. Le *Center for Research in Security Prices* de l'université de Chicago a ainsi démontré que lorsque

le CPI dépasse 4% les *small caps* surperforment les *large caps* américaines de 3.5 points en moyenne (14.3% de *total return* vs 9.7%) !

Pourtant, pour l'instant la sous-performance reste forte. La hausse de l'aversion au risque et l'assèchement de la liquidité liée à la hausse des taux jouent un rôle important dans cet écart.

Notre méthode de sélection de valeur orientée vers des valeurs de qualité peu endettées protège pourtant bien du *credit crunch* en cours et des pressions sur les marges. A titre d'exemple les derniers investissements du fonds Perspectives ciblent encore et toujours des valeurs présentes sur des niches de marché en forte croissance.

Que ce soit Lu-Ve leader italien des échangeurs de chaleur (que l'on retrouve dans les pompes à chaleur), TXT-e spécialiste des solutions logicielles d'ingénierie sur les marchés de haute technologie, SES Imagotag leader mondial des étiquettes électroniques et des solutions IoT pour le commerce physique ou encore Eckert Ziegler, fournisseur de technologie isotopique à usage médical, scientifique et industriel. Toutes partagent ces mêmes caractéristiques, niveaux d'endettement faibles, marchés finaux en forte croissance, et des positions de leader sur leurs niches de marché.

A quel moment le marché décidera de regarder de nouveau cet univers passionnant, il est difficile de le dire, mais cela n'est pas sans conséquences. Cette sous performance, combinée à des résultats financiers de bonne facture, commencent à faire baisser sérieusement les valorisations. De manière là encore très inhabituelle l'écart entre les multiples de valorisations, petites capitalisations vs grandes, s'est inversé cet hiver.

Les multiples des petites valeurs sont maintenant inférieurs à ceux des grandes valeurs avec une dizaine de pourcent de décote pour l'univers des petites valeurs européennes : Best PER 12.2x vs 13.1x pour les Large. En moyenne en Europe les petites valeurs ont traité sur les dix dernières années avec une quinzaine de pourcent de prime ! Elles n'ont surtout jamais traité en dessous des grandes depuis la crise financière de 2008 !

Cette situation interroge et les acheteurs commencent à s'agiter, GK Software (que nous avions en portefeuille dans le fonds Perspectives) vient de faire l'objet d'une OPA amicale de la part de Fujitsu, Telenet est rachetée par sa maison mère Liberty Global, Sopra Steria fait une offre amicale sur Ordina... Le flux d'OPA et de retraits de la cote sur les petites valeurs, soutenu en 2022, accélère depuis le début de l'année.

Le marché des petites valeurs traverse une période compliquée en termes de performance relative, de flux, de valorisations mais il est revenu plus que jamais sur des niveaux d'achat.

Gérant
Tanguy de KERVILER

