

LE POINT DE VUE DU GERANT

NOVEMBRE 2023

Chers investisseurs,

L'été et le début de l'automne, comme l'année dernière, auront été difficiles pour les petites valeurs en Europe. Les raisons en sont multiples, mais la première est clairement liée à leur forte exposition à la conjoncture européenne. De fait, les petites valeurs européennes ont souffert de révisions en baisse d'estimations alors même qu'elles restaient positives pour les grandes valeurs.

Ces révisions expliquent en partie leur sous performance mais ce mouvement s'est calmé récemment, elles ont aussi été assez disparates et très liées à la capacité de chaque entreprise à monétiser l'inflation. Nous assistons ainsi depuis peu à un phénomène plutôt inverse. Si nous regardons les 20 premières valeurs du fonds Perspectives les révisions moyennes 1 mois, 3 mois et 6 mois début novembre sont en hausse de 1.2%. C'est peu, certes, mais c'est plutôt bon signe.

Si le momentum de révisions commence à s'inverser alors les cours devraient remonter, ce n'est pourtant pas encore le cas, les multiples de valorisation continuent de baisser. Le Best PE moyen (PE moyen des quatre trimestres à venir) du fonds Perspectives est à 17.3x fin octobre, il était à 21.2x en début d'année et à 20.8x fin août, un PEG (PE/Croissance) qui reste inférieur à 1.

La seconde est à chercher du côté de la hausse des taux bien entendu, qui crée une forte aversion au risque et siphonne la liquidité. Les derniers chiffres d'inflation semblent pourtant montrer que le sommet est probablement derrière nous, ou pas très loin. Les marchés d'actions ont souffert en 2023 de la concurrence des produits monétaires et obligataires, les succès de cette année s'appellent Livret A, dépôts à terme et autres SICAV monétaires. La remontée des taux a constitué une véritable alternative aux actions avec des rendements réels supérieurs à 2% aux Etats-Unis et un taux de rendement du SP500 (*Earnings yield* de 4.07%) très inférieur au taux US à 6 mois (5.5 %) ... Une situation que le marché n'avait pas connue depuis 2000 ! Cela ne va pas changer à très court terme, mais ce qui intéresse les marchés d'actions ce sont les anticipations, et sur ce plan-là le point d'inflexion sur les politiques monétaires tant attendu semble se rapprocher !

Il reste le sujet de la pénurie de liquidité, une pénurie qui provoque une très forte volatilité et de nombreuses anomalies que le marché a du mal à corriger. Ce sujet-là est assez profond, lié à de nombreux facteurs, montée des produits de taux dans les allocations d'actifs, développement de la gestion passive, faiblesse de la recherche financière... et nous pousse pour le moment à garder un fonds assez diversifié. En effet, dès qu'un flux vendeur arrive il ne rencontre que peu d'acheteurs, il n'y en a plus. La volatilité peut être spectaculaire et peut provoquer des chutes impressionnantes, Worldline : -59%, Sanofi : -19%, le jour de leurs publications ! Ces anomalies sont légion. Pour citer un exemple récent, la société suisse Skan, très belle valeur de croissance, s'est affichée un matin en hausse de 12% peu après l'ouverture... à la suite d'un achat de... 18 titres ! Deux heures plus tard elle baissait de 5%. En quelques heures elle a connu un écart de cours de 18% pour quelques titres traités seulement.

Nous parlions en juillet d'acheter avant Halloween, or les premiers signes de l'hiver sont plutôt favorables, la saison de publication n'est pour l'instant pas si mauvaise (60% des valeurs du Stoxx 600 ont publié avec 52% de bonnes surprises). Les publications du troisième trimestre font certes ressortir le ralentissement de l'économie ainsi que la fin de la période de monétisation de l'inflation en profit, mais les effets de déstockage post-covid qui ont ralenti la croissance en 2023 s'estompent eux aussi. Les derniers chiffres d'inflation sont rassurants ce qui laisse penser que les banques centrales sont en retard. Bref, il est permis d'espérer.

Le point bas n'est probablement pas loin, voire derrière nous sur les petites valeurs et comme nous continuons de privilégier les valeurs de qualité, en croissance, fortement rentables, avec peu de dettes et surtout avec une forte capacité à convertir les résultats en cash-flow, le rebond qui se profile devrait être significatif.

Gérant
Tanguy de KERVILER

