



# Virage en cours pour les petites valeurs ?

6 mai 2024

Chers clients, chers partenaires,

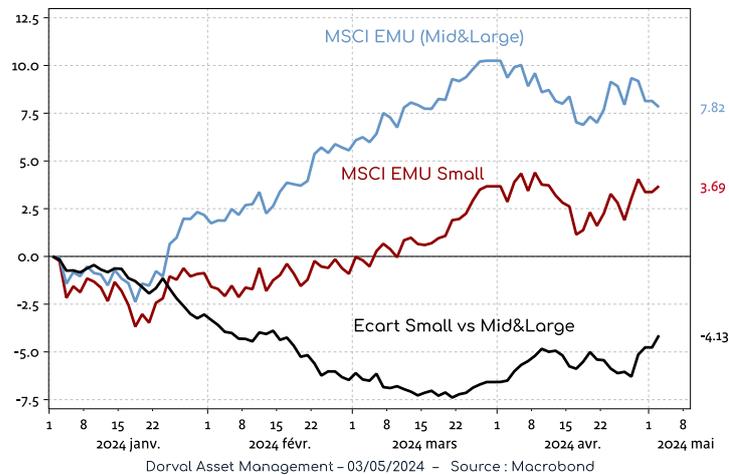
En berne depuis mi-2022, les petites valeurs européennes ont continué à sous-performer les moyennes et grandes capitalisations depuis le début de l'année. Notre diagnostic nous porte cependant à maintenir notre position en faveur de cette classe d'actifs qui a pris un virage plus positif depuis la mi-mars.

Dans nos fonds flexibles européens (Dorval Convictions et Dorval Convictions PEA), nous avons commencé à investir dans un panier de petites valeurs de la zone euro en janvier 2024 avec l'idée que la valorisation agrégée de cette classe d'actifs devenait très attractive. Inférieur à 12 fois les bénéfices attendus, le PER des petites valeurs se situe en effet au même niveau que pendant la crise de l'euro de 2011/2012. Nous pensons que la perspective d'une reprise économique européenne avec baisse des taux d'intérêt pourrait contribuer à une revalorisation. Le chiffre d'affaires des entreprises qui compose cet univers très divers est en effet plus exposé à l'Europe (70%, contre 40% pour les entreprises de l'Euro Stoxx 50). De plus, la baisse des taux de la BCE pourrait selon nous avoir un effet positif sur la prime de risque de liquidité de l'univers « small caps ».

Pour le moment, le scénario macroéconomique qui soutient notre position s'est trouvé plutôt conforté. La croissance économique de la zone euro a été significativement positive au premier trimestre (+0,3%) pour la première fois depuis un an et demi. L'inflation a rebaisé en avril, ce qui permet à la BCE d'annoncer une baisse des taux pour le 6 juin prochain. Pour autant, les indices de petites valeurs restent nettement en retard à la fois par rapport à l'Euro Stoxx 50 et au MSCI EMU, même si la performance relative s'est quelque peu redressée depuis la mi-mars (graphique 1). Que s'est-il donc passé ?



Le retard des petites valeurs depuis le début de l'année  
performances 'net return'

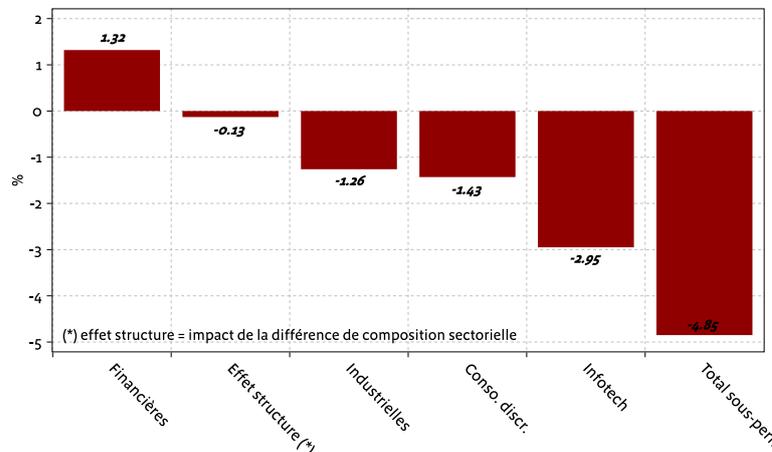


Elaborer un diagnostic totalement éclairant sur un univers de valeurs aussi diversifié, mélange d'anges déchus et de pépites prometteuses, n'est pas aussi simple qu'on l'aimerait. Il est en particulier très difficile de mettre en évidence un « facteur small cap » spécifique, et encore plus de le décomposer en prime de liquidité, prime de croissance, etc. L'analyse des facteurs de sous-performance des petites valeurs depuis le début de l'année est cependant riche d'enseignements.

Notre univers de travail est celui des 400 petites capitalisations (environ €1,2 milliards de capitalisation « flottante » en moyenne) du MSCI EMU Small Cap, que nous comparons aux 225 moyennes et grandes capitalisations du MSCI EMU. Nous avons rassemblé les éléments les plus importants du diagnostic sur le graphique 2. Tout d'abord, il apparait que la différence de composition sectorielle entre les deux indices n'explique pas la différence de performance depuis le début de l'année (effet quasi-nul de -13 points de base). Ensuite, si les petites valeurs financières ont contribué positivement à la performance relative des « small caps », ce facteur a été plus que contrebalancé par la sous-performance marquée des valeurs industrielles, des valeurs de consommation discrétionnaire, et, surtout, des petites valeurs technologiques.

Le secteur InfoTech explique 60% de la sous-performance de l'indice MSCI EMU petites valeurs

Contributions à l'écart de performances YTD entre MSCI Small et MSCI Mid&Large

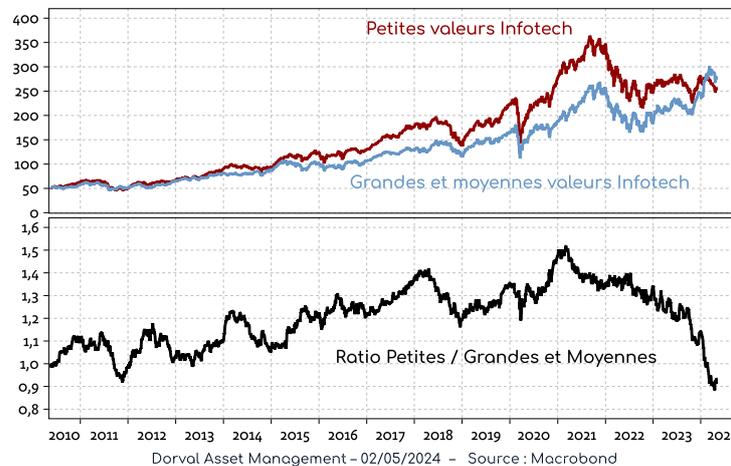


(\*) effet structure = impact de la différence de composition sectorielle



Depuis le début de l'année, les petites valeurs du secteur InfoTech ont en effet perdu 12% pendant que les moyennes et grandes capitalisations du secteur en gagnait +14%. Ce facteur explique pas moins de 60% de la sous-performance de l'indice MSCI EMU Small Cap. Dans le détail, deux sociétés de semi-conducteurs (Aixtron et Soitec) et une de services informatiques (Alten) concentrent la moitié de cette contribution négative. En prenant du recul sur plusieurs années, on s'aperçoit que nous sommes aux prises avec un choc relatif d'ampleur historique pour les petites valeurs technologiques par rapport aux plus grandes. La surperformance qui semblait s'installer pendant la décennie 2010 puis pendant la crise du Covid a été entièrement effacée des tablettes depuis deux ans (graphique 3). La déconfiture de quelques sociétés mal positionnées a croisé le re-rating de quelques plus grandes valeurs portées par l'intelligence artificielle.

Petites valeurs technologiques :  
une sous-performance d'ampleur historique  
MSCI Europe "net returns"



Ce phénomène va-t-il se poursuivre ? Aujourd'hui, la médiane des valorisations des petites valeurs technologiques se situe à 15x les bénéfices attendus, soit moins de la moitié du PER des moyennes et grandes valeurs de l'InfoTech (32x). On peut donc raisonnablement penser que les déceptions sont désormais dans les prix. De plus, une partie des déceptions vient de la dépendance de certaines de ces valeurs, en particulier du côté des semi-conducteurs, au cycle industriel. Or ce cycle est probablement en phase de retournement progressif.

Nous retrouvons ici un des arguments qui étayaient le scénario d'un rattrapage possible de performance des petites valeurs. Au cours des dernières années, cet univers de valeurs semble avoir été assez sensible à la fois au cycle industriel européen et à la politique monétaire de la BCE (graphique 4). Cette sensibilité peut s'expliquer à la fois par la plus grande exposition à l'Europe des sociétés concernées, et par l'impact du tandem croissance industrielle/taux d'intérêt sur l'appétit des investisseurs, et donc sur la prime de risque.



## La performance relative des petites valeurs semble sensible au PMI manufacturier et aux taux de la BCE

Momentum = écart entre la perf. relative des Small et sa moy. sur deux ans



Dorval Asset Management - 02/05/2024 - Source : Macrobond

La décote historique de cet univers de valeurs, et son exposition à un couple croissance/taux d'intérêt plus favorable en Europe, militent toujours, selon nous, en faveur d'une position longue. Et maintenant que les petites capitalisations technologiques ont encaissé leurs pertes, le comportement boursier relatif des petites valeurs commence à s'améliorer. Notre investissement dans les « small caps » s'exprime au travers d'un panier équilibré de 50 valeurs auxquelles nous avons appliqué des filtres de liquidité, de solidité financière et de croissance bénéficiaire, et qui se distinguent par leur note de gouvernance. En date du 2 mai 2024, ce panier a eu une performance de +1,3% supérieure à celle de l'indice MSCI EMU Small Cap depuis le début de l'année.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Convictions** : 65% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 12%. Couverture en future Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 80% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 12%. Couverture en future Euro Stoxx 50.
- **Dorval Global Conservative** : 25% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 19%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Panier financières européennes 1%, couverture en options S&P 500 : -1%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 55% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 40%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Antifragiles 3%, Panier financières européennes 4%, couverture en options S&P 500 : -2%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 73%, Reprise industrielle globale 9%, New Capex 9%, Anti-fragiles 4%, Financières européennes 5%.



## Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.924 euros  
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08  
1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37  
[www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com)

### Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : [www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com).