

Que faire avec les Mid et Small caps en Europe ?

Après leur large sous-performance de 2022-2023, les Mid caps ont surperformé les Large caps en 2024 et au S1 2025. Depuis, la tendance relative est plate avec de la volatilité. Contrairement aux Mid caps, les Small caps n'ont pas rebondi et continuent de sous-performer en tendance (cf. graphique ci-dessous).

Performance relative des Mid et des Small Caps vs Large en Europe

total return en euros, base 100=janvier 2016



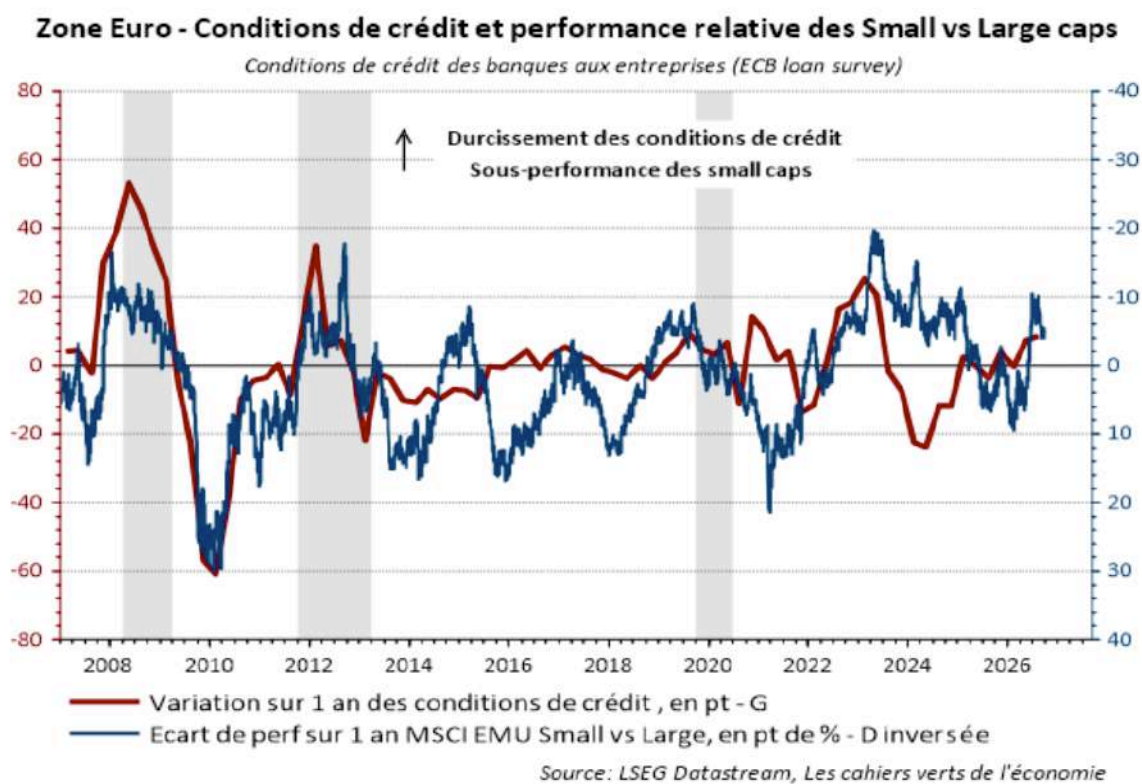
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

On sait que les Small et Mid caps sont plus sensibles à la conjoncture domestique que les Large caps. Or, les Mid caps (et plus encore les Small caps) ont été pénalisées par la médiocrité de l'activité en Europe, en particulier dans l'industrie. Mais cela pourrait changer si l'amélioration du cycle industriel se confirmait.

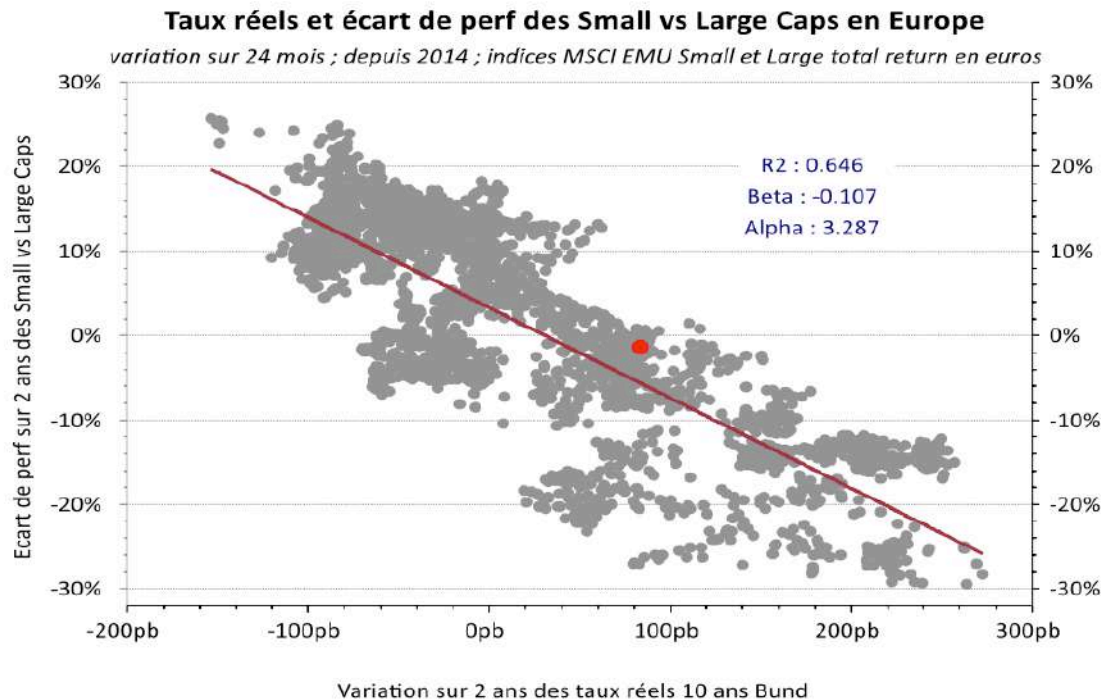
La corrélation de la performance relative Mid vs Large caps avec le PMI manufacturier est en effet assez bonne : lorsque le PMI progresse, les Mid caps tendent à surperformer et inversement. C'est logique : les Mid caps européennes sont largement actives dans l'industrie (31 % en incluant les Materials). C'est encore plus le cas pour les Small caps (35 % Industriels + Materials).

Pour les Small caps, les conditions financières sont également un élément très important pour leur performance relative. Les Small caps sont plus sensibles que les Large caps aux conditions de crédit bancaire dans la zone euro. Elles sont en effet plus endettées et plus intermédiées (souvent à taux variable).

La performance relative des Small caps se dégrade ainsi lorsque les conditions de crédit se durcissent et inversement (cf. graphique ci-dessous).



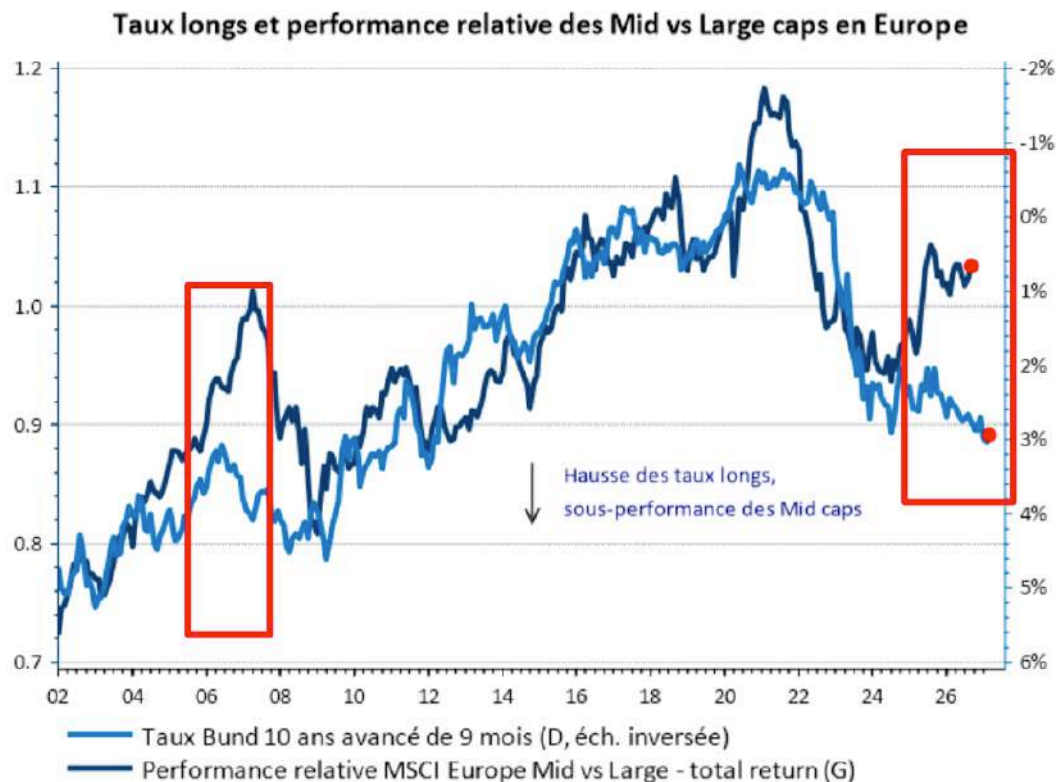
D'un point de vue boursier, la corrélation entre le niveau des taux longs et la performance relative des Small vs Large est nettement négative (cf. graphique ci-dessous), pour plusieurs raisons.



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

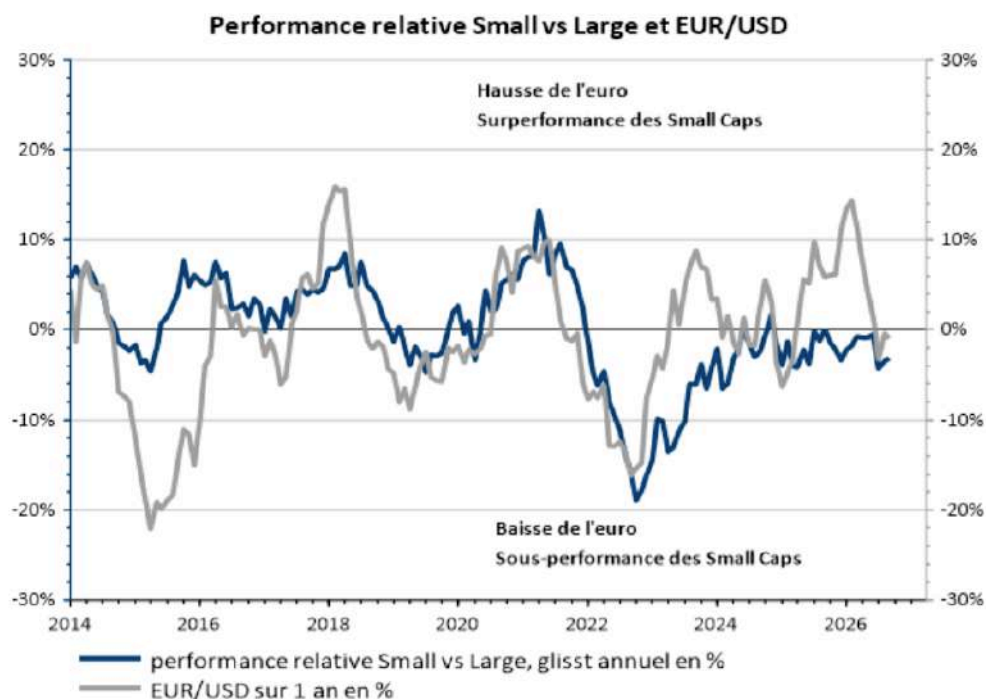
Les Small caps sont en effet souvent perçues comme des actions à "forte duration" (Growth ou entreprises en phase d'expansion) : lorsque les taux réels montent, leurs multiples de valorisation se compriment. De plus, lorsque les taux longs montent, les Small caps souffrent de la fuite vers la sécurité et la qualité (les Small caps sont moins liquides et plus volatiles). Au total, dans un environnement de taux élevés, la charge de la dette augmente, ce qui ampute directement leur résultat net et comprime leurs marges.

Il est vrai néanmoins que la phase de hausse des taux longs depuis 2025 n'a pas pesé sur la performance relative des Mid caps européennes. Cela rappelle l'épisode de 2006 (cf. graphique ci-dessous).



Ce genre de configuration a toutefois tendance à ne pas durer.

Un mot sur l'impact de la valeur de l'euro. La performance relative des Small vs Large caps présente une certaine corrélation positive avec l'euro : lorsque l'euro monte, les Small caps surperforment et inversement (cf. graphique ci-dessous).



D'une part, la hausse de l'euro est souvent associée à une amélioration de la situation européenne et donc à un retour de l'appétit pour le risque en Europe.

D'autre part, un euro fort pénalise les BPA des Large caps européennes en relatif.

En effet, les Small caps européennes sont moins internationales et exportatrices que les Large caps. Elles réalisent un peu plus de 70 % de leur chiffre d'affaires en zone euro contre un peu plus de 60 % pour les Large.

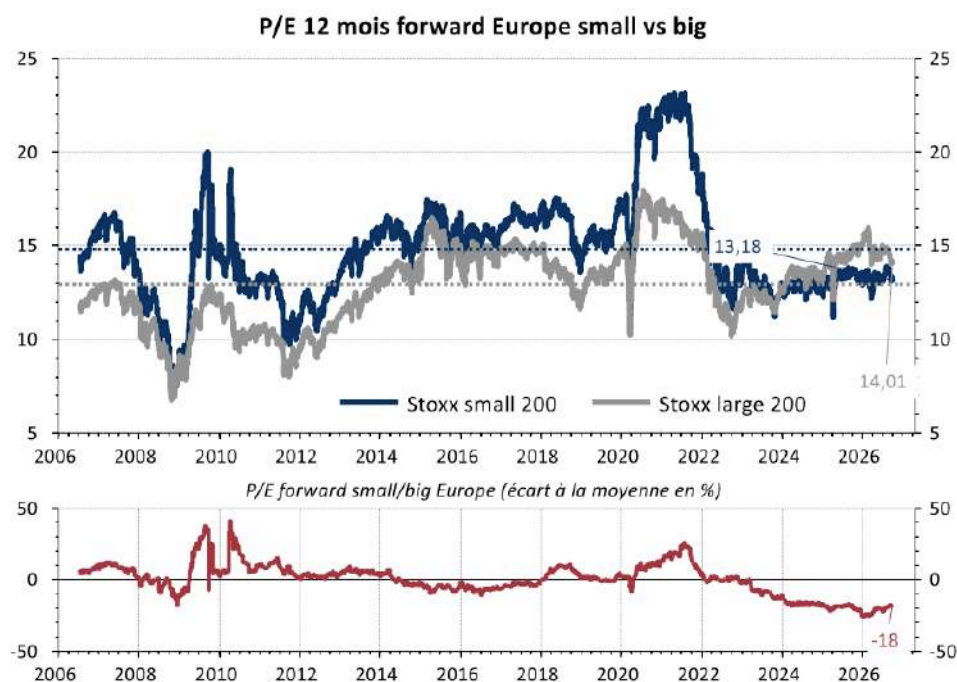
Par ailleurs, 55 % des Small caps européennes ne font pas partie de la zone euro (UK, Suisse, Suède) vs 45 % des Large caps.

Cela étant, la hausse de l'euro depuis 2023 n'a guère bénéficié aux Small caps en termes relatifs car elle s'est accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt en Europe.

À horizon 6 mois, nous avons un léger biais baissier sur l'euro (hausse du risque politique européen, hausse du risque de crise financière en France, pricing relatif de hausse de taux par la BCE excessif vs la Fed, valorisation élevée, ...) ; c'est un élément plutôt négatif pour la performance relative des Small vs les Large caps.

Quid d'une possible Value Trap ? La relative faiblesse de la valorisation des Small caps européennes depuis maintenant quasiment 5 ans peut amener légitimement à se poser la question d'un value trap en ce qui concerne les Small caps.

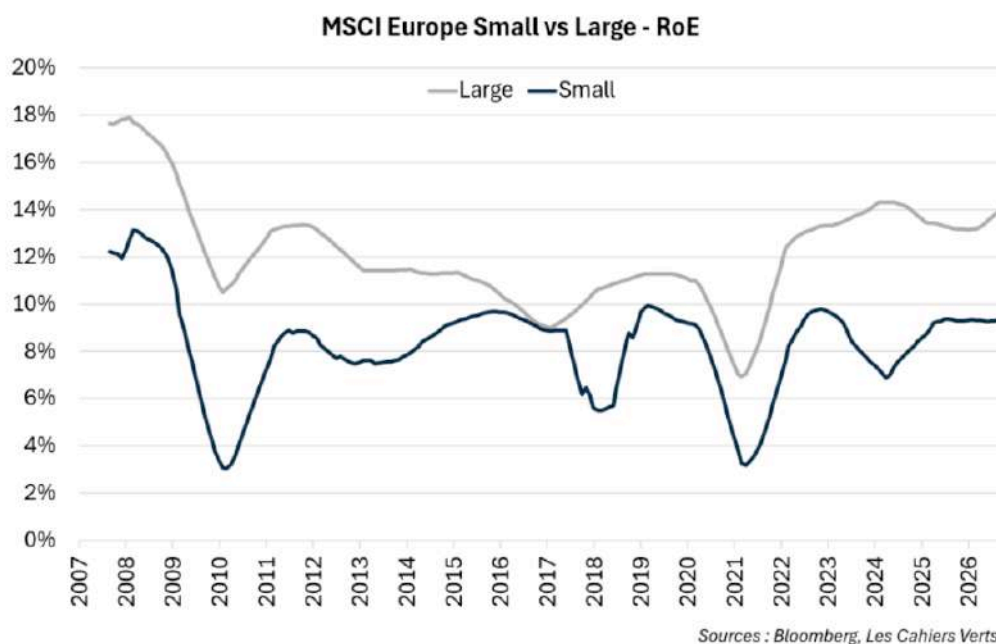
Pour nous, la faiblesse de la valorisation semble essentiellement cyclique (médiocrité de la croissance de l'activité, niveau élevé des taux d'intérêt) et non pas structurelle. Du reste, la valorisation ne semble faible en relatif vs les big caps que depuis peu (cf. graphique ci-dessous).



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Nous observons par ailleurs que si la dynamique de BPA des Small caps n'est pas meilleure que celle des Large caps, elle ne sous-performe pas pour autant.

Les marges des Small caps sont inférieures à celles des Large caps, mais elles ne se dégradent pas en tendance. De même pour les ratios de RoE (cf. graphique ci-dessous).



La part des Small caps en pertes en Europe est globalement assez stable autour de 10% depuis 2010 : on n'est pas en Europe dans la situation des USA où l'on observe une dégradation de la qualité des indices Small caps (cf. graphique ci-dessous).



Au total, il faut probablement investir de façon moins monolithique dans la classe d'actifs et de façon plus sélective. De nombreuses Small caps européennes restent des leaders de niche profitables, avec des perspectives de croissance structurelle.

Malheureusement, il faut reconnaître que la couverture des Small caps par les analystes a été réduite (en grande partie en raison des normes imbéciles de la Commission) au cours des dernières années, rendant le stock picking plus difficile.

Dès lors, quelle est notre stratégie s'agissant des Small & Mid caps européennes ?

Nous sommes neutres sur les Small caps européennes (sous l'hypothèse que les taux longs se stabilisent prochainement) et légèrement sous pondérés sur les Mid caps.

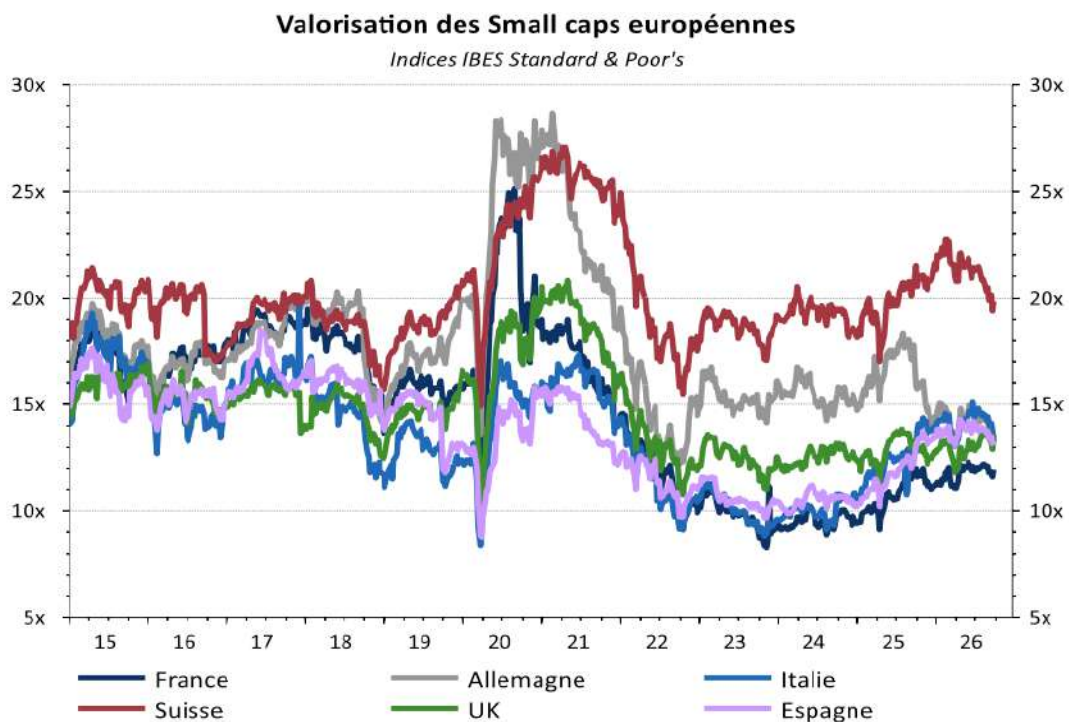
Du côté des points positifs, notons :

- une résistance apparente du cycle européen face au choc inflationniste ;
- une valorisation basse des Small caps en absolu et en relatif (valorisation plutôt neutre des Mid caps).

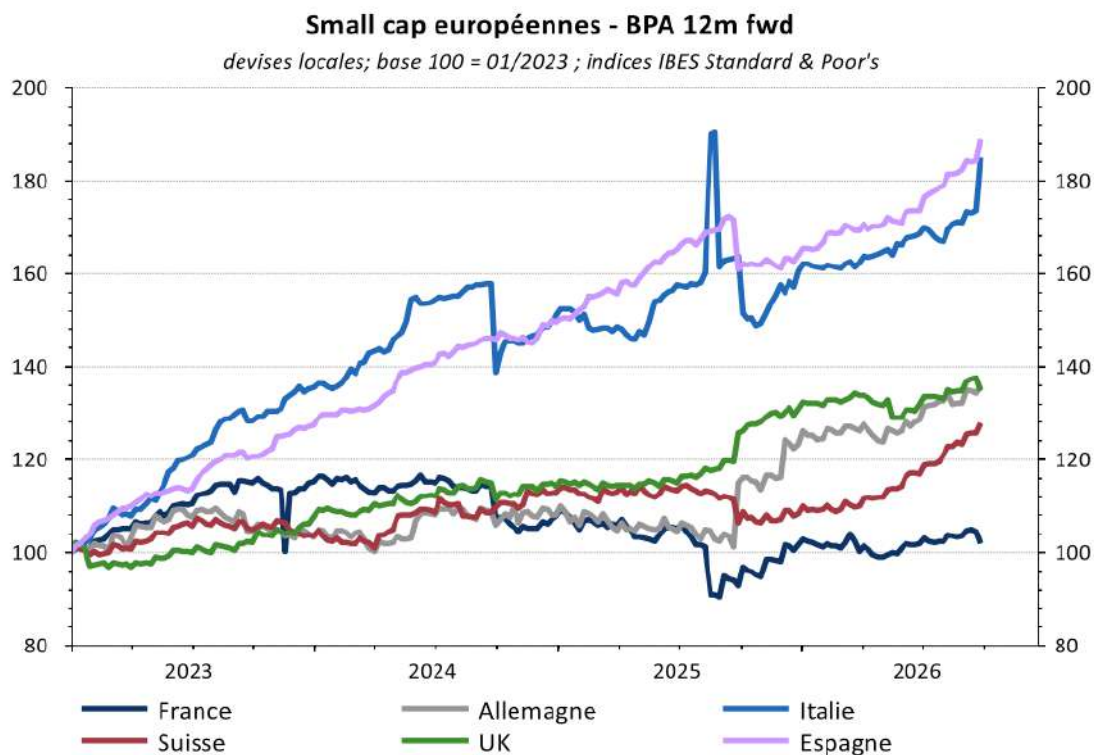
Du côté des points négatifs :

- une dynamique de BPA des Small et Mid caps pas meilleure que celle des Large caps ;
- une difficulté des Small et Mid caps à améliorer leurs marges dans un contexte de charges financières élevées et de forte sensibilité au durcissement des conditions financières.

Que faire au sein des pays (cf. graphiques ci-dessous) ?



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Les Small & Mid caps françaises sous-performent leurs équivalents en Europe de façon continue depuis 2023 ; nous sommes pour notre part clairement sous-pondérés sur les Small caps françaises depuis juin 2024. Elles souffrent d'une décote logique du fait de la situation économique, financière et politique du pays et leur dynamique de BPA sous-performe également logiquement. Nous restons à l'écart.

Les Small caps italiennes et espagnoles ont largement surperformé entre 2022 et 2026 grâce à une très forte dynamique de révision bénéficiaire et à un rattrapage en termes de valorisation. Depuis le début de l'année en revanche, leur performance s'est normalisée.

Il faut probablement être neutres sur les Small caps italiennes ; en revanche, la robustesse de l'économie domestique espagnole devrait continuer à bénéficier aux Small caps espagnoles.

Par ailleurs, les Small caps allemandes semblent désormais assez attractives (valorisation, BPA).

Enfin, les Small caps suisses affichent une croissance bénéficiaire intéressante, mais la valorisation relative semble un peu élevée. Qui plus est, le CHF est incertain (devise de financement du carry trade vs hausse possible de l'aversion au risque en cas de crise de la dette française en Europe).

Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.