Flash Economie

N° 9
30 juillet 2024

La revanche des small caps ?

Depuis la fin de 2022, les indices boursiers des small caps (entreprises de capitalisation boursière faible) sous-performent les indices boursiers des large caps (entreprises de capitalisation boursière forte) aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Mais le mouvement opposé apparaît depuis le printemps 2024.

Nous nous demandons ici quels peuvent être les déterminants de la sur ou sous-performance des small caps par rapport aux large caps aux Etats-Unis et en Europe.

On peut penser :

- au niveau des taux d'intérêt, les petites entreprises étant plus endettées que les grandes ;
- à la faiblesse de la diversification internationale des ventes des small caps, qui est pénalisante dans les périodes de croissance faible (aux Etats-Unis et en Europe) ;
- à la concurrence du private equity, qui procure des rendements élevés pour les entreprises de taille moyenne dans lesquelles il est investi ;
- à la présence de positions de monopole pour les grands groupes qui accroissent leur rentabilité ; de plus, les grandes entreprises réalisent davantage de dépenses de recherche-développement que les petites entreprises, ce qui contribue à provoquer l'apparition de marges bénéficiaires plus élevées pour les grandes entreprises.

Dans la période récente, où on a observé un redressement des indices boursiers des small caps par rapport à celui des large caps, pourraient avoir joué la baisse anticipée des taux d'intérêt et la dégradation des perspectives pour les valeurs technologiques.

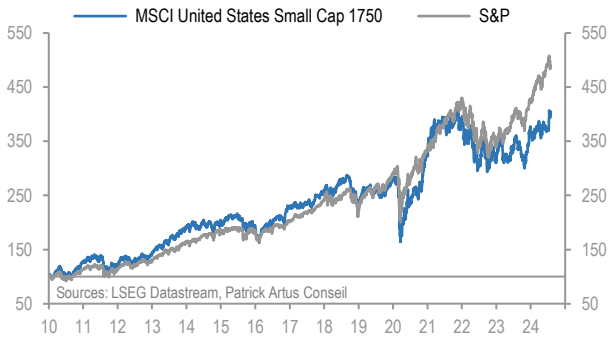
Patrick Artus
Conseiller économique senior
patrick.artus-ext@ossiam.com
@PatrickArtus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

La performance boursière des small caps a été inférieure à celle des large caps du deuxième semestre 2022 à juin 2024 aux Etats-Unis et dans la zone euro

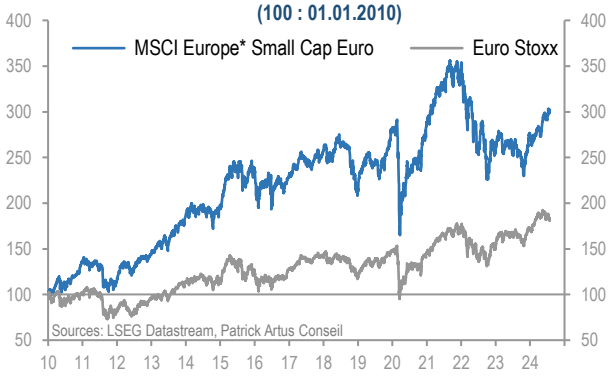
Le Graphique 1a compare l'indice S&P500 (large caps) et l'indice MSCI Small Cap 1750 pour les Etats-Unis.

Graphique 1a
Etats-Unis : indices boursiers
(100 : 01.01.2010)



Le graphique 1b compare l'indice Euro Stoxx 50 (large caps de la zone euro) et l'indice MSCI Europe Small Cap (small caps européennes).

Graphique 1b
Zone euro : indices boursiers
(100 : 01.01.2010)



(*) Hors Royaume-Uni et Suisse

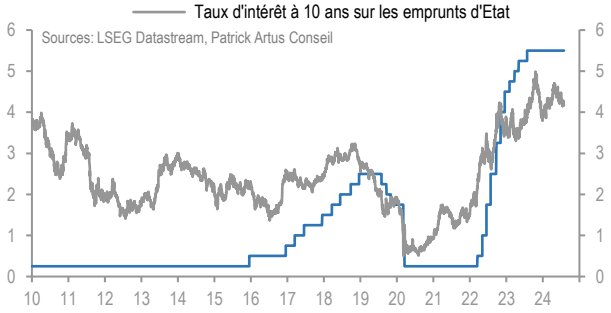
On voit le recul des indices des small caps par rapport à celui des large caps entre le deuxième semestre 2022 et juin 2024. Nous nous interrogeons sur les raisons possibles de sous performance des small caps visibles du 2ème semestre 2022 à juin 2024.

Quatre explications possibles de la sous performance des small caps

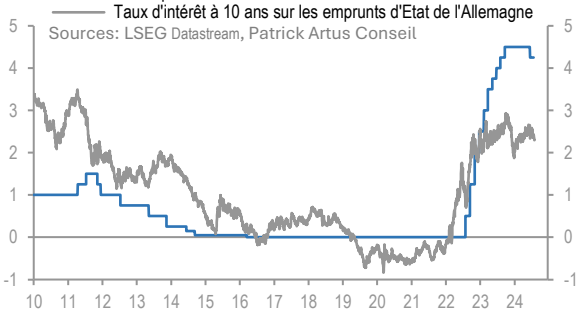
1. Hausse des taux d'intérêt

La hausse des taux d'intérêt à court terme et à long terme débute au printemps 2022 aux Etats-Unis et dans la zone euro (**Graphiques 2a, 2b**).

Graphique 2a
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux Fed Funds (en %)



Graphique 2b
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux repo euro (en %)

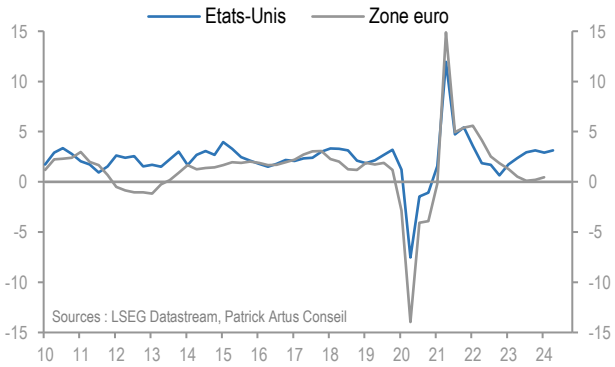


Les small caps étant fortement endettées, leur situation financière se dégrade lorsque les taux d'intérêt augmentent. Comparant les **Graphiques 1a et 2a** et les **Graphiques 1b et 2b**, on voit que le recul des indices relatifs des small caps est bien contemporain de la hausse des taux d'intérêt.

2. Faiblesse de la diversification internationale des ventes des small caps

La diversification internationale des chiffres d'affaires des small caps est beaucoup plus faible que celle des large caps. Cela implique **qu'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis affecte davantage les indices boursiers des small caps que des large caps aux Etats-Unis, qu'un ralentissement de la croissance dans la zone euro affecte davantage les indices boursiers des small caps que des large caps dans la zone euro.** Cela s'est observé (**Graphique 3**) surtout dans la zone euro par exemple pendant la crise de la zone euro de 2011 à 2014.

Graphique 3
PIB (volume, GA en %)



3. Concurrence du private equity

La performance du private equity est très élevée ; le rendement du private equity a été sur les vingt dernières années de 14,5% aux Etats-Unis[1], et de 14,2% en Europe[2].

Cette forte performance du private equity **incite plutôt à détenir les entreprises au travers des fonds de private equity plutôt qu'en actions cotées.**

4. Position de monopole et dépenses de Recherche- Développement

Les grandes entreprises ont plus facilement des positions de monopole que les petites entreprises, ce qui fait que leur profitabilité est plus grande.

Par ailleurs, **les grandes entreprises réalisent l'essentiel de la Recherche-Développement** (en France, par exemple, en 2021, les grandes entreprises ont dépensé 19,7 milliards d'euros en R&D, les ETI - entreprises de taille intermédiaire, 9,1 milliards d'euros et les PME, 6,4 milliards d'euros), ce qui contribue à expliquer les niveaux **des taux de marge bénéficiaire**.

En France, ces taux de marge sont de 28% pour les grandes entreprises, de 27% pour les entreprises de taille intermédiaire, de 24% pour les PME[3].

Cette profitabilité plus forte des grandes entreprises que des petites entreprises contribue à provoquer l'apparition d'une valorisation boursière plus élevée pour les large caps que pour les small caps.

Synthèse : perspectives

Les indices boursiers des small caps ont reculé par rapport aux indices des large caps du deuxième semestre 2022 à juin 2024 aux Etats-Unis et dans la zone euro. Nous pensons que les investisseurs préfèrent investir en large caps pour plusieurs raisons structurelles :

- faiblesse de la diversification internationale des chiffres d'affaires des petites entreprises ;
- concurrence du private equity dont les rendements sont élevés ;
- position de monopole des grandes entreprises ;
- investissement plus élevé en R&D et profitabilité plus forte des grandes entreprises.

Le redressement des indices des small caps depuis juin 2024 est probablement dû à la perspective de baisse des taux d'intérêt et à celle de la correction de l'optimisme excessif concernant les résultats des entreprises technologiques.

[1] Source : Cambridge Associates
[2] Source : EY
[3] Banque de France, bulletin mensuel novembre, décembre 2023

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptible de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.