



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
15 mai 2023**

Que penser maintenant des Small Caps européennes ?

Il y a 5 mois, nous avons écrit une chronique dans laquelle nous insistions sur les vertus générales des Small caps¹ et nous n'y reviendrons pas ici.

Nous conseillions aussi parallèlement de revenir « progressivement et prudemment » sur les Small caps européennes, après une année 2022 assez éprouvante pour la classe d'actifs (craintes de récession, montée de l'aversion au risque, sur performance des Value, hausse des taux d'intérêt alors que le bilan des Small Caps est généralement moins solide que celui des Large Caps, baisse de l'euro).

Et elles ont effectivement bien performé jusqu'à la mi-mars, data à partir de laquelle elles ont souffert en raison des craintes liées aux banques (possible ralentissement du crédit bancaire). En effet, les Small Caps sont plus dépendantes que les Large Caps du contexte de liquidité. Elles ont en particulier davantage recours à l'endettement bancaire.

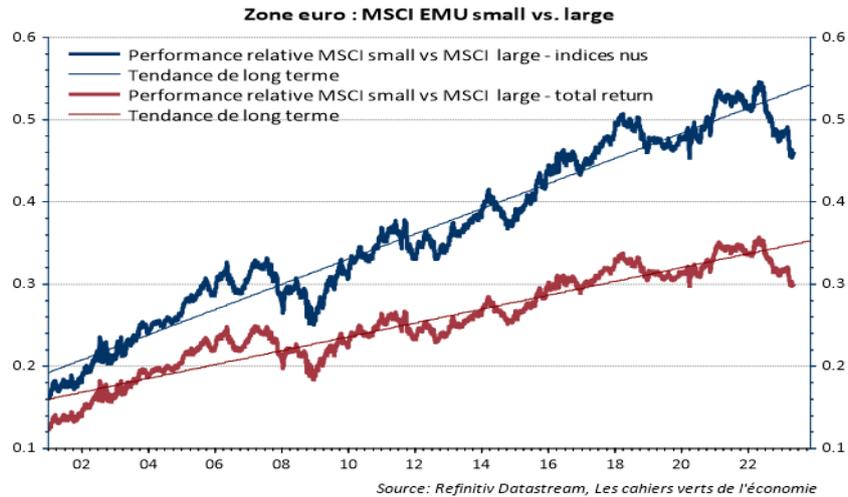
Aujourd'hui, nous maintenons une position de légère sur pondération au sein des actions européennes à horizon 6 mois, en dépit des risques. Pourquoi ?

D'abord, rappelons qu'en tendance longue, les Small Caps surperforment très largement les Large Caps en raison de leur biais « Growth »². Et notre préférence va plutôt vers les valeurs de croissance aujourd'hui.

Ensuite, un argument de momentum. Le graphique ci-dessous montre que la baisse relative des Small vs Large a été particulièrement sensible depuis 16 mois (sans toutefois atteindre le record de 2018). Cela malgré un rebond en début 2023 que nous avons signalé supra.

¹ Chronique hebdomadaire du 19 décembre 2022 : « *Et si l'on s'intéressait à nouveau aux Small Caps européennes ?* »

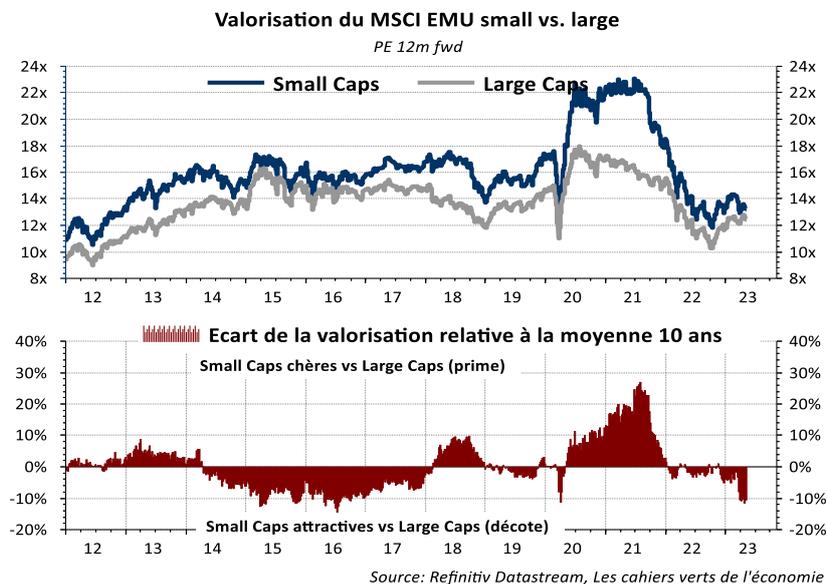
² La surperformance historique des Small Caps est moins prononcée en total return (les Small versant moins ou pas de dividendes) mais elle reste encore substantielle.



Un argument de valorisation également.

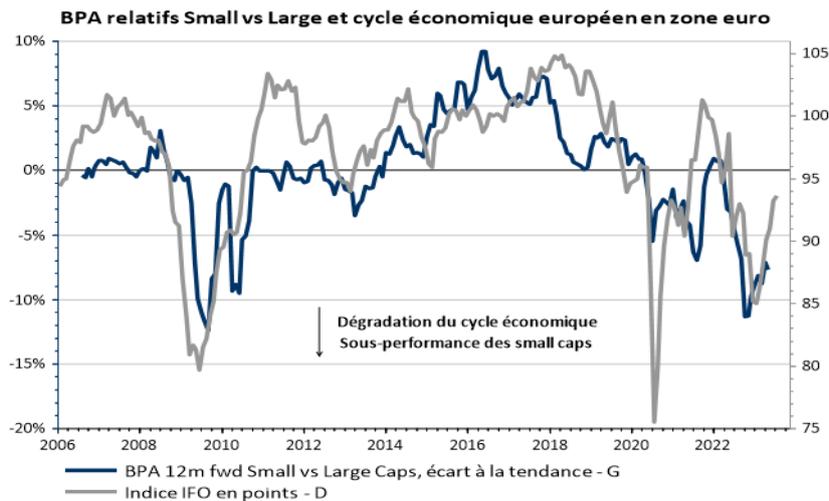
Le PE 12m fwd du MSCI EMU Small est revenu à 13,4x contre un creux à 11,8x mi-octobre au pire du stress actions. Néanmoins, il se situe encore 16% sous sa moyenne 15 ans.

En termes relatifs, les Small caps se négocient historiquement avec une prime vs les Large caps (moins de liquidité, risque et volatilité plus élevés...). Néanmoins, cette prime est désormais 10% sous sa moyenne historique (cf. graphique ci-dessous). Autrement dit, en termes relatifs, les Small caps apparaissent attractives vs les Large caps.



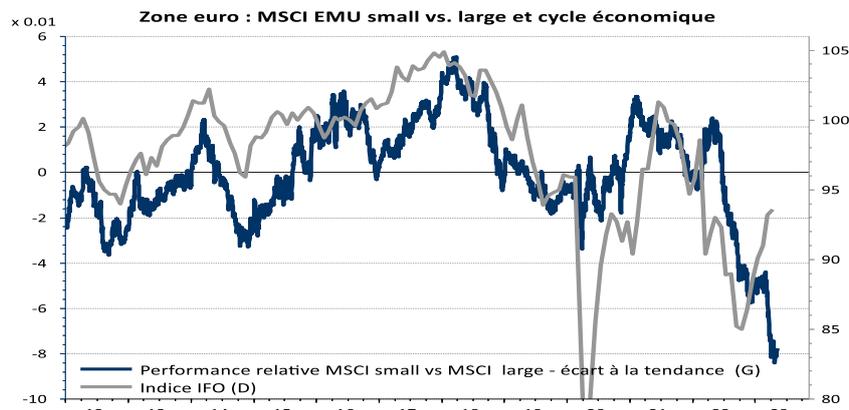
Quid de l'argument macro ?

Les Small Caps constituent un « call » sur la croissance européenne : elles performant bien en absolu et en relatif (vs les Large Caps) lorsque le cycle est bien orienté en Europe. La croissance des BPA des Small Caps européennes affiche une forte sensibilité à la croissance de l'activité en Zone euro (ratio proche de 4 pour 1 à la croissance du PIB nominal – cf. graphique ci-dessous).



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

D'une manière générale, on observe une forte divergence (cf. graphique ci-dessous) entre l'écart de la performance relative des Small Caps (qui suggère une forte récession en Zone euro) alors que les indicateurs avancés du cycle économique se redressent quelque peu tout en restant à un niveau médiocre (suggérant une activité en territoire légèrement positif).



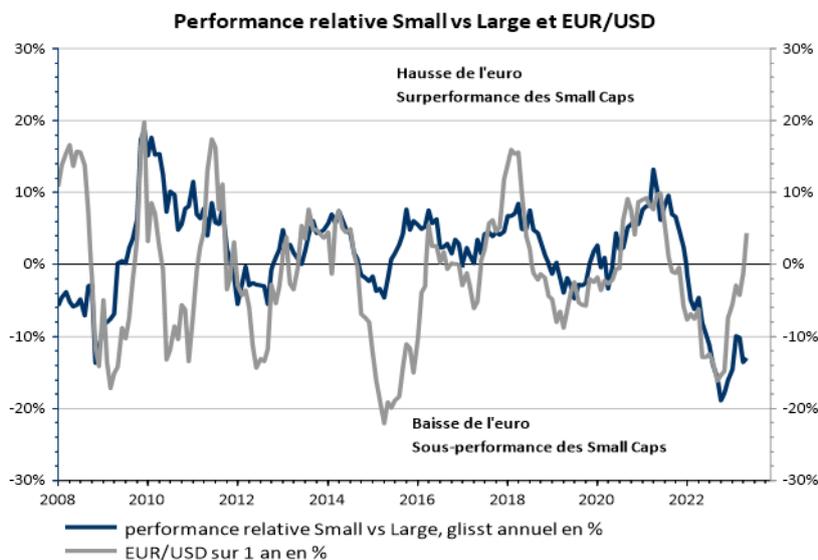
Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Pour notre part, nous nous appuyons sur une prévision de croissance réelle très légèrement au-dessus de zéro pour les prochains trimestres en zone euro. Après 3,5% en 2022, nous prévoyons pour 2023 une croissance du PIB de 0,8% en moyenne. Rappelons que l'acquis de croissance à l'issue du T1 est de 0,5% et qu'il suffit d'une croissance séquentielle de 0,2% par trimestre pour atteindre ce chiffre de 0,8%.

De ce point de vue, le risque de surprises négatives sur les BPA des Small caps européennes paraît limité et la sous-performance des Small caps ces derniers mois paraît exagérée, sauf si l'on prévoit une récession nette en Zone euro, ce qui n'est pas notre scénario.

Un dernier argument enfin sur l'euro. On sait que 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. Elles sont donc pénalisées en

relatif lorsque l'euro baisse. Cela a notamment été le cas sur l'essentiel de 2022. Inversement, une hausse de l'euro leur est favorable en relatif (cf. graphique ci-dessous).

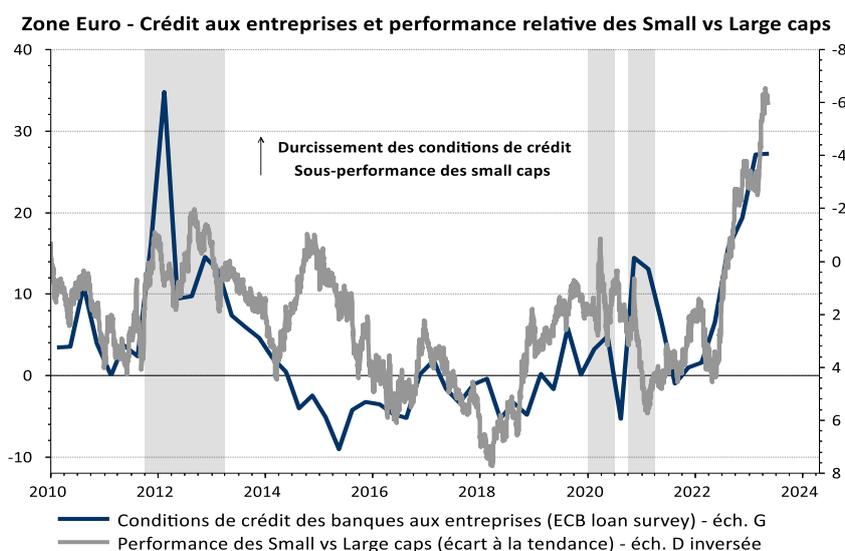


Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Or, il est indéniable que depuis que l'euro progresse, cela n'a guère bénéficié aux Small caps en termes relatifs.

Alors, on objectera certes que les Small caps sont plus sensibles que les Large caps aux conditions de crédit bancaire dans la Zone euro, ainsi qu'on l'a déjà évoqué. Elles sont en effet plus intermédiées et leur dette est plus importante. Par ailleurs, les conditions de crédit sont-elles même inversement corrélées au cycle économique.

Le graphique ci-dessous montre d'ailleurs que, une fois corrigée de la tendance de long terme, la performance relative se dégrade lorsque les conditions de crédit se durcissent et inversement.



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

Ici nous soulignerons 2 points.

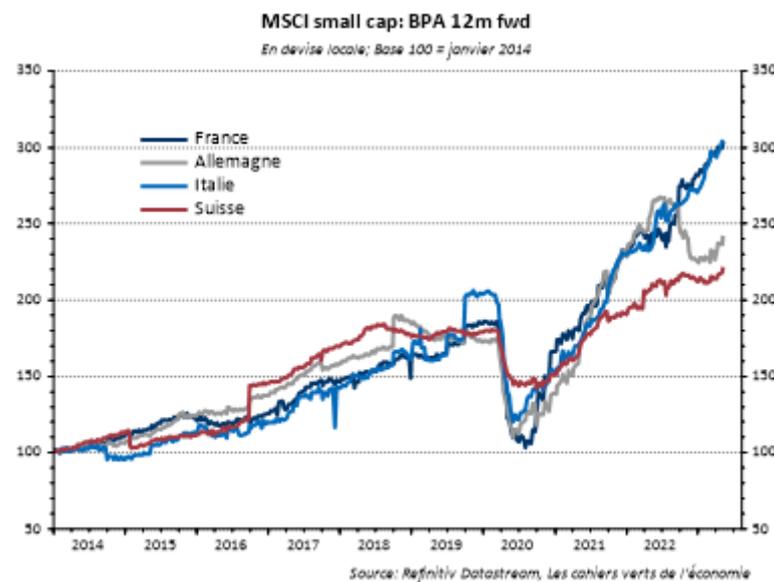
D'abord, les pressions sur la liquidité des banques européennes sont plus faibles qu'aux USA³ et les ratios de liquidité sont confortables. Historiquement, la base de dépôt est plus stable en Europe qu'aux Etats-Unis (moindre sensibilité des dépôts à l'évolution des taux d'intérêt) et la couverture du risque de taux d'intérêt à l'actif semble être plus systématique. Soulignons une nouvelle fois que les Européens n'ont pas assoupli la régulation bancaire issue de la crise de 2008, contrairement aux américains. Les banques européennes dont l'actif dépasse les EUR 30 mds sont assujetties aux stress tests⁴. Ajoutons que les taux créditeurs servis sur les dépôts à terme sont rapidement remontés en Europe, en ligne avec les décisions de la BCE, contrairement aux banques américaines, où un écart substantiel a subsisté, ce qui a favorisé la poursuite des retraits des dépôts.

Ensuite, la baisse relative des Small caps semble avoir intégré le durcissement de crédit en Zone euro. Dès lors, le risque de mauvaise surprise semble limité sauf scénario de récession avérée et/ou de crise bancaire. Ce n'est pas notre idée.

En termes de pays, nous aurions tendance à privilégier la France et l'Allemagne (voir graphiques ci-dessous).

Les BPA des Small caps allemandes ont été revus en forte baisse depuis l'été 2022. Il y a eu probablement un excès de pessimisme de la part des analystes alors que le risque de mauvaises surprises semble assez bas de ce point de vue.

Côté français, la valorisation est attractive en relatif et par rapport à son historique propre. Il est vrai que la dynamique de révisions bénéficiaires reste très élevée, mais la croissance économique semble moins à risque en 2023 que celle de la moyenne de la Zone euro.



³ Voir notre chronique hebdomadaire du 27 mars 2023 ; « Faut-il craindre la poursuite du bank run ? »

⁴ Au total, les stress tests concernent environ 75% des actifs bancaires.

