

Large vs Small Caps européennes

Retour à la normale ou changement durable de paradigme ?

En Europe, les small caps désignent les entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 300 millions et 2 milliards d'euros. Les mid caps se situent entre 2 et 10 milliards, les larges caps au-dessus de 10 milliards, tandis que les micro-caps sont en dessous de 300 millions, et les meqa caps dépassent les 100 milliards d'euros.

Une prime historique aux small caps... en théorie

En temps « normal », les small caps sont censées surperformer les larges caps sur le long terme. Pourquoi ? Parce qu'elles sont souvent plus agiles et réactives, capables de croître plus rapidement, et qu'il leur est plus facile de conquérir des parts de marché.

En contrepartie, les small caps sont aussi plus volatiles : elles corrigent plus fortement en période de baisse, mais peuvent rebondir davantage en phase de reprise.

Mais ce n'est pas ce que montrent les marchés récents

Depuis début 2023, les small caps européennes sous-performent nettement les larges caps. Cette tendance s'observe également aux États-Unis et dans d'autres régions du monde.

Historiquement les small caps se traitaient à des multiples de valorisation, que ce soit en termes de PER (Price/Earnings) ou de valorisation par flux de trésorerie actualisés (discounted cash flows), supérieurs aux larges caps. Les small caps sont « mieux » valorisées que les larges caps notamment grâce à leur croissance plus forte. Aussi, les small caps sont encore en phase d'investissement, les bénéfices sont souvent plus faibles, privilégiant l'investissement en R&D, les acquisitions et la croissance commerciale alors que les larges caps ont souvent déjà atteint une taille plus large qui limite leur expansion possible.

Depuis début 2023, on observe un découplage entre fondamentaux et performance boursière des small caps par rapport aux larges caps européennes.

Voici un graphique des performances de deux ETF investis sur les larges et les small caps européennes :



Source : justETF.com

Comment expliquer ce décalage ?

Small caps : une dépendance locale

Les small caps sont moins internationalisées. Elles dépendent plus fortement de la croissance de leur marché national – en l’occurrence, l’Europe, où l’économie peine à redémarrer.

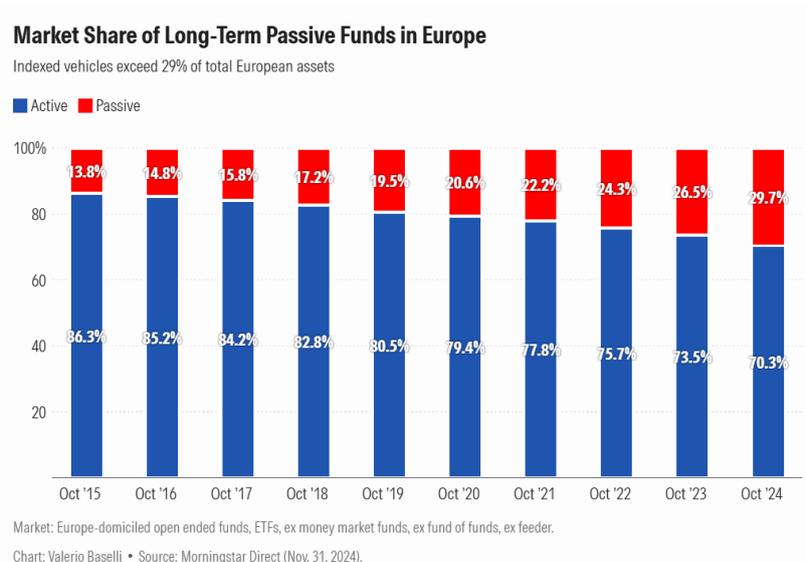
Taux d’intérêt : un vent de face

Les small caps dépendent davantage du crédit pour financer leur croissance. Elles ont un accès plus limité au marché obligataire que les grandes entreprises, et subissent plus directement la hausse des taux d’intérêt. En outre, leurs valorisations, souvent basées sur des perspectives de croissance future, sont également plus sensibles à l’actualisation à des taux plus élevés.

Gestion indicielle : le rouleau compresseur

L’engouement pour la gestion indicielle favorise les grandes capitalisations. Il existe des fonds indiciels qui investissent sur les plus petites capitalisations mais la grande majorité des investissements se font sur des fonds qui investissent sur des larges capitalisations. Ces flux creusent davantage l’écart de performance entre les larges et les small caps.

Entre 2020 et 2024, la part de marché des fonds indiciels en Europe est passée de 20,6 % à 29,7 % (source : Morningstar). Ces chiffres couvrent toutes les classes d’actifs (aussi les obligations) le mouvement est encore plus fort si on observe uniquement les actions.



La gestion active perd du terrain

Les small caps étaient historiquement l'un des terrains de jeu privilégiés des gestionnaires actifs, car il est plus facile d'y créer de l'alpha. Mais avec la pression sur les frais et la sous-performance récente, de nombreux fonds actifs spécialisés dans les small caps ont vu leurs encours diminuer. Cela crée un cercle vicieux : sous-performance des small caps par rapport aux larges caps → sous-performance des fonds de gestion active → confirmation qu'il vaut mieux investir en gestion passive → retraits importants de la gestion active → moins de gestionnaires actifs → désintérêt pour les small caps.

Heureusement, le marché s'assainit : les frais de gestion active ont baissé, la transparence s'est améliorée, et dans certains cas, les ETF small caps sont presque aussi chers que certains fonds actifs. De plus, les faibles valorisations de certaines small caps créent de réelles opportunités d'investissement.

Cela pourrait, à terme, renforcer l'attrait pour la gestion active sur ce segment. Ce serait d'ailleurs salutaire car en couvrant les plus petites valeurs de la cote, les analystes financiers et les gérants de fonds actifs, mettent en avant des valeurs jusqu'alors méconnues et promeuvent l'innovation et la croissance.

"Winner takes it all" : un système biaisé en faveur des géants

Enfin, un facteur plus structurel est à l'œuvre : la concentration extrême des flux, des profits et de la croissance sur une poignée de méga-conglomérats. Les grandes entreprises bénéficient d'un pouvoir de marché, d'une capacité de lobbying, d'un accès au crédit bon marché, et d'une optimisation fiscale que les plus petites entreprises ne peuvent égaler. La gestion passive accentue ce déséquilibre, en orientant les flux d'investissement vers ces méga-caps. Le système crée un avantage auto-entretenu : plus ces géants grossissent, plus ils captent les flux, plus ils performant. C'est la logique du "winner takes it all".

La question est donc de savoir si nous assistons à un changement de paradigme ou il est normal que ce décalage perdure dans le temps ou bien s'il est passager et qu'un rééquilibrage se fera.

Personnellement je suis très prudent face aux changements durables de paradigmes. Souvent dans l'histoire boursière récente on dit que le paradigme avait changé pour justifier des déséquilibres. En Bourse, le concept de changement de paradigme est fréquemment évoqué pour expliquer des comportements de marché qui s'écartent des fondamentaux traditionnels. Pourtant, l'histoire financière montre que ces "nouveaux paradigmes" sont souvent des illusions collectives, justifiant temporairement des excès, avant que les réalités économiques ne reprennent leurs droits. Les investisseurs veulent croire aux nouvelles histoires. Un changement de paradigme, c'est excitant, porteur d'espoir, et cela justifie les prix élevés. Mais souvent, c'est une **narration construite après coup** pour rationaliser des comportements irrationnels. Ce que l'on prend pour un changement de paradigme est souvent un simple **excès de cycle**. À chaque époque, on a cru à un changement de paradigme : dans les années 2000 avec la bulle internet, en 2008 avec les subprimes, ou plus récemment avec les valeurs de croissance extrême (rappelez-vous le boom des trottinettes électriques) mais chaque fois, la réalité économique a fini par rattraper la fiction, rappelant que les fondamentaux restent incontournables.

Certains diront que l'avantage des méga-caps actives dans la tech est quasiment irrattrapable – et ils ont peut-être raison. Aux États-Unis, les géants comme Apple, Microsoft, ou Alphabet concentrent l'innovation, les talents et les ressources, avec des effets d'échelle qui renforcent leur domination. Mais en Europe, le paysage est très différent : nos grandes capitalisations sont rarement des leaders technologiques. Pour un investisseur souhaitant s'exposer à la croissance et à l'innovation sur le Vieux Continent, cela plaide en faveur d'un regard plus attentif sur les small et mid-caps, souvent plus dynamiques, spécialisées, et porteuses d'opportunités négligées par le marché.

Conclusion

Le retard des small et mid caps européennes face aux grandes capitalisations ne reflète pas une infériorité structurelle, mais davantage une combinaison de vents contraires conjoncturels : taux d'intérêt élevés, désaffectation de la gestion active, flux concentrés vers les indices, et faiblesse économique régionale.

Dans ce contexte, il est tentant de croire que le paradigme a changé et que seules les méga-caps méritent l'attention des investisseurs. Mais l'histoire boursière nous enseigne la prudence : les excès finissent toujours par se corriger, et les valorisations finissent toujours par retrouver un lien avec les fondamentaux.

Pour l'investisseur européen à la recherche de croissance, d'agilité et d'innovation, les small et mid caps restent une source d'opportunités riche... à condition de faire preuve de discernement, de patience, et d'un horizon long terme. Car si tout le monde regarde vers le haut, c'est souvent parmi les valeurs moins visibles que naissent les champions de demain.

Plus d'informations : SPM FUNDS

SICAV publique de droit belge
www.spmfunds.be
Boulevard de la Cambre 30 – 1000 Bruxelles
Tel.: +32 2 646 62 06
E-mail : middle@spmfunds.be - RPM Bruxelles : 0849.727.522

Ce document a été rédigé par Sébastien Lippens (Dirigeant Effectif de la SICAV SPM Funds), avec l'aide de Montségur Finance (gestionnaire financier de la SICAV SPM Funds). Fin de rédaction le 26 mai 2025.

Ce document est une communication publicitaire. Il se peut que les ETF cités ci-dessus ne soient pas distribués en Belgique, veuillez vérifier avec votre conseiller en investissement. Les ETF cités ci-dessus ne sont pas commercialisés par SPM Funds, ils sont exclusivement mentionnés à titre d'information car suivis par les équipes de gestion de SPM Funds.

En ce qui concerne un investissement dans SPM Funds - Global Flexible, veuillez vous référer au prospectus de la SICAV, au DIC (document d'informations clés) avant de prendre une décision finale d'investissement. Sur demande, ces documents ainsi que les statuts, les rapports annuels et semestriels de la SICAV peuvent être obtenus, en français, gratuitement, avant ou après la souscription des parts, au siège de la société Montségur Finance ou sur le site internet www.spmfunds.be/global_flexible. Le dernier prix des parts peut être consulté sur le site internet de l'Association Belge des Asset Managers (www.beama.be). Si vous avez une réclamation concernant ce Produit, l'initiateur du Produit ou de la personne qui vous a conseillé ou qui vous a vendu ce Produit, veuillez contacter Montségur Finance (tél : + 33 1 85 74 10 00 ou rcci@montsegur.com) ou auprès de l'organisme assurant le service financier.