



Un regard actif sur l'investissement dans les petites capitalisations

August 8, 2017



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Mark Mobius, Stephen Dover et Chetan Sehgal de Templeton Emerging Markets Group explorent quelques idées reçues sur l'investissement dans les actions émergentes de petites capitalisations.

Chez Templeton Emerging Markets Group, nous pensons que l'univers des actions émergentes de petites capitalisations représente une offre attrayante dans le climat d'investissement actuel. Néanmoins, certaines idées reçues sur la classe d'actifs dissimulent des forces clés dont un gérant actif pourrait selon nous tirer profit. Je rejoins ici mes collègues Stephen Dover, chief investment officer au sein de Templeton Emerging Markets Group, et Chetan Sehgal, directeur des Global Emerging Markets/Small-Cap Strategies, pour évoquer l'investissement dans ce domaine.

Dans l'ensemble, nous pensons que les petites capitalisations sur les marchés émergents offrent des perspectives attrayantes pour des gérants actifs. Les opportunités d'investissement sont selon nous considérables, compte tenu des nombreuses anomalies de valorisation et inefficiences du marché, sans oublier le manque de recherche.

Conditions actuelles du marché

Au premier semestre 2017, les résultats des petites capitalisations émergentes ont été prospères, avec de nombreux pays et industries progressant dans la classe d'actifs. La confiance qu'inspirent les conditions du marché, l'environnement économique et les bénéfices des entreprises a progressé dans les pays émergents. Cette confiance s'est manifestée malgré des obstacles tels que l'augmentation réelle et potentielle des taux d'intérêt aux États-Unis, les incertitudes liées à la nouvelle administration américaine et les problèmes géopolitiques à l'échelle mondiale.

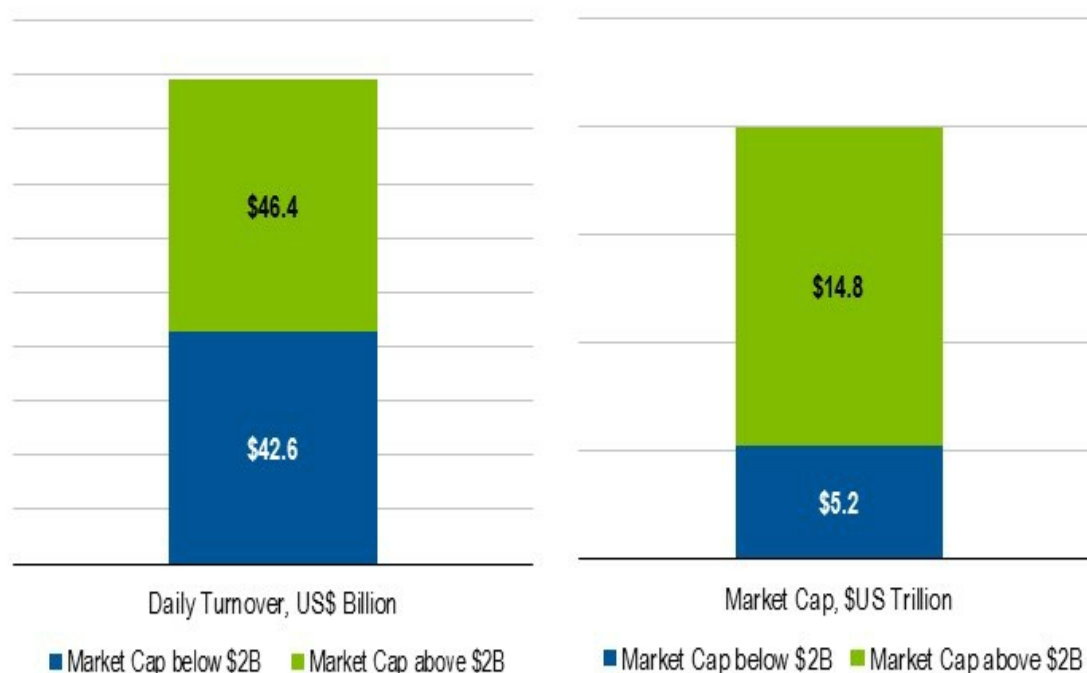
Retour sur quelques idées reçues à propos des petites capitalisations émergentes

Ce n'est pas une classe d'actifs de « niche ». Malgré une idée largement répandue, les petites capitalisations émergentes sont, selon nous, loin d'être une niche. La classe d'actifs est composée de plus de 20 000 sociétés dont la capitalisation boursière combinée s'élève à plus de 5 000 milliards de dollars et le volume quotidien d'échanges à plus de 40 milliards de dollars, comme l'indique le graphique ci-dessous.^[1] Les liquidités au sein des marchés de petites capitalisations émergentes sont comparables à celles des grandes capitalisations émergentes.



Représentation disproportionnée des petites capitalisations émergentes dans les volumes d'échanges quotidiens

Au 30 juin 2017



Source : Bloomberg, MSCI. À titre d'illustration exclusivement. L'univers d'investissement est composé d'actions émergentes cotées telles que définies par MSCI. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

De ce fait, nous pensons que la taille même de l'univers d'investissement des petites capitalisations émergentes est un avantage clé pour les gérants actifs, car elle leur offre de nombreuses opportunités permettant de repérer des sociétés représentant selon nous de la valeur. La détention des petites capitalisations émergentes est disproportionnée en faveur des investisseurs particuliers. Ces derniers ont tendance, en raison de leur horizon d'investissement généralement bien plus court, à vendre et à acheter plus souvent que les investisseurs institutionnels étrangers, ce qui favorise par conséquent la liquidité des titres. L'Inde en est l'illustration parfaite. Les investisseurs peuvent choisir parmi un grand nombre de petites sociétés dont les titres sont majoritairement détenus par des investisseurs locaux.

Une différence majeure entre les petites capitalisations des marchés développés et celles des pays émergents est que ces dernières possèdent encore souvent une influence locale importante. Une capitalisation de marché de près de 2 milliards de dollars pourrait constituer une société leader (équivalent éventuellement à une entreprise bien établie avec de bons antécédents) dans un pays, un indice ou un secteur donné. Nombre de ces sociétés sont détenues ou contrôlées par une famille et présentent pour beaucoup d'entre elles des profils stables par rapport aux petites capitalisations des pays développés.

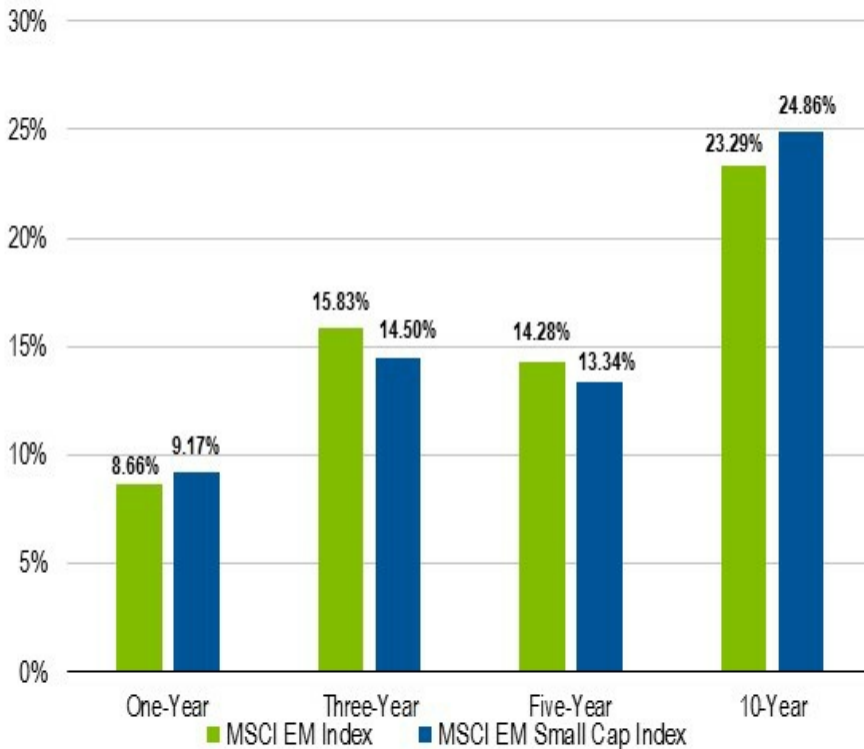
Il ne s'agit pas nécessairement d'un investissement plus volatil

Une autre idée reçue liée à l'investissement dans les petites capitalisations émergentes est que la volatilité y est plus élevée que chez les grandes capitalisations. Comme tous les investissements, les petites capitalisations émergentes s'accompagnent de risques réels et identifiés, notamment une plus grande volatilité des prix (particulièrement à court terme), des rendements relativement faibles, des lignes de production limitées et une faible part de marché. Néanmoins, nombre de ces risques sont ceux associés à l'univers général des actions émergentes, tels qu'une volatilité supérieure à celle des pays développés.

L'analyse des écarts types réfute cependant l'hypothèse d'une plus grande volatilité systématique des petites capitalisations par rapport aux actions émergentes à grande capitalisation boursière. (Voir graphique ci-dessous)

Volatilité des petites capitalisations émergentes par rapport aux actions à grande capitalisation

Au 30 juin 2017



Source : Morningstar. Les petites capitalisations émergentes sont représentées par l'indice MSCI Emerging Markets Small Cap. Les marchés émergents sont représentés par l'indice MSCI Emerging Markets. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap représente les petites capitalisations de 24 pays émergents, alors que l'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 24 pays émergents. Volatilité mesurée par l'écart type sur les périodes indiquées. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des commissions, dépenses et frais de vente. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.

Bien que les actions individuelles puissent effectivement être très volatiles, les corrélations^[2] entre différentes sociétés émergentes à petite capitalisation sont souvent plus faibles. Cela s'explique selon nous en partie par l'étendue et la diversité des activités dans ce domaine d'investissement. Les mêmes facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur l'action d'une société de téléachat sud-coréenne par exemple n'auraient vraisemblablement pas le même impact sur une entreprise indienne de ciment. Cela peut également contribuer à réduire le risque de corrélation au niveau de la classe d'actifs.

Opportunités des petites capitalisations pour des investisseurs actifs

Des titres oubliés et peu suivis. De nombreux gestionnaires de portefeuille font l'impasse sur les petites capitalisations émergentes qui sont, qui plus est, particulièrement peu suivies du côté des ventes. Cela reflète non seulement le grand nombre d'entreprises dans lesquelles investir, mais également l'absence relative d'informations à disposition. Sans surprise, cela signifie que le nombre moyen de recommandations de recherche d'actions à l'égard des petites capitalisations émergentes est bien inférieur à celui des actions à grande capitalisation boursière.^[3]

Par ailleurs, de nombreuses actions de petites capitalisations ne font pas ou peu l'objet de recherche. Les possibilités en la matière pour les petites capitalisations émergentes non représentées dans l'indice de référence MSCI sont encore plus limitées. Un gérant actif pouvant sonder directement des sociétés de ce type, notamment s'il a des contacts sur le terrain dans cette région du globe pour les évaluer directement, pourrait en tirer un avantage capital. La probabilité de trouver un titre d'une petite capitalisation émergente relativement peu connue, non représentée dans l'indice et sous-évaluée, est bien plus importante que pour une grande entreprise disposant de nombreux analystes générant des recommandations de recherche.

Regagner l'accès à une exposition *locale* pour compléter des portefeuilles existants de pays émergents

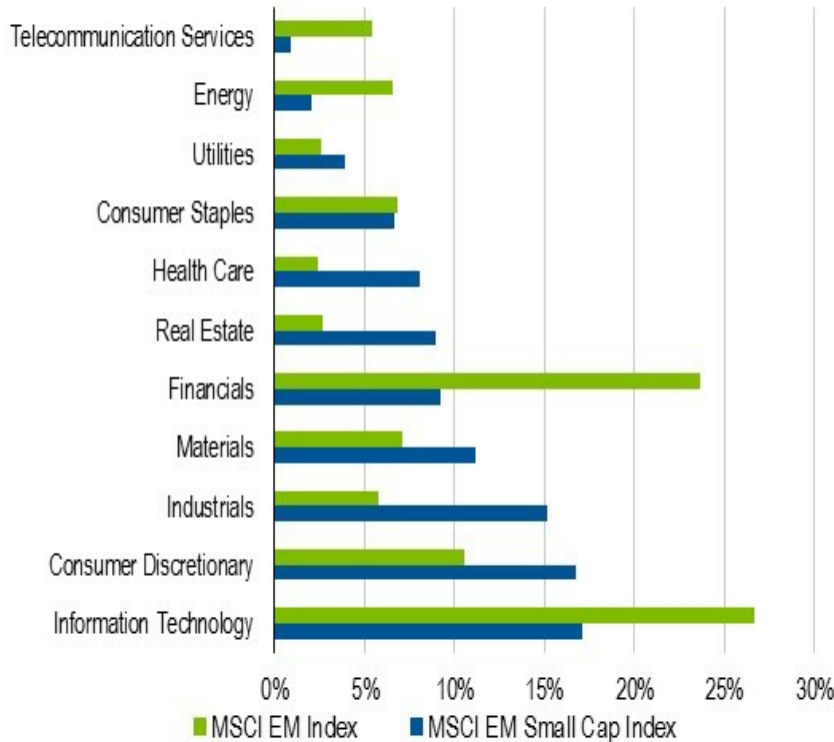
Si l'on s'intéresse à la bonne performance générale à long terme des marchés émergents en tant qu'économies mondiales et classe d'actifs, on constate que ces pays contribuent plus que jamais à l'économie mondiale. Par conséquent, les entreprises les plus grandes et les plus performantes des pays émergents s'exportent souvent au-delà de leurs frontières pour investir à l'échelle mondiale. Ainsi, les facteurs locaux ne sont plus les principaux moteurs des cours de nombre de ces actions. Parmi ces entreprises se trouvent des sociétés dans l'électronique, l'industrie automobile ou encore la consommation, dont une part importante des revenus est générée dans les économies développées plutôt que dans les pays dans lesquels elles sont implantées.

À l'inverse, les petites capitalisations émergentes sont exposées à ces mêmes facteurs qui ont attiré les investisseurs en premier lieu. Une demande locale, une évolution démographique encourageante, des réformes locales ainsi que des produits de niche innovants sont souvent les premiers moteurs de croissance.

Les secteurs auxquels les investisseurs en petites capitalisations émergentes sont exposés sont donc bien différents des secteurs des grandes capitalisations. L'indice MSCI Emerging Markets est représenté de façon disproportionnée par les secteurs des technologies de l'information et de la finance, comme indiqué dans le graphique ci-dessous. Ces secteurs sont généralement plus directement touchés par des tendances macroéconomiques mondiales ou nationales.

Comparaison des indices des petites et grandes capitalisations émergentes

Au 30 juin 2017



Source : FactSet. À titre d'illustration exclusivement. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap représente les petites capitalisations de 24 pays émergents, alors que l'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 24 pays émergents. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des commissions, dépenses et frais de vente. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

De plus, on trouve plus souvent des entreprises publiques dans les actions à grandes capitalisations. Bien que nous estimions que de nombreuses entreprises publiques soient correctement gérées, les intérêts des principaux propriétaires ne sont pas toujours parfaitement conformes à ceux des investisseurs minoritaires.

Par contraste, les petites capitalisations émergentes sont typiquement davantage exposées à des secteurs plus dynamiques, tels que la consommation discrétionnaire et la santé. Ces entreprises sont le plus souvent tournées vers le marché local, et nombre d'entre elles sont des acteurs majeurs dans des domaines plus restreints. Les petites capitalisations émergentes les plus performantes sont celles qui parviennent à exploiter les points forts du marché local afin de s'étendre à l'international et de devenir des entreprises à moyenne voire à grande capitalisation boursière au fil du temps.

Au sein d'un même secteur donné, les expositions économiques peuvent être significativement différentes. À titre d'exemple, dans le secteur des matériaux, les sociétés minières sont, de par leur nature, habituellement des entreprises de grande envergure et fortement affectées par des facteurs externes à leur pays d'origine, comme les cours mondiaux des matières premières. Les entreprises émergentes à petite capitalisation dans ce même domaine incluent des producteurs de ciment dont l'exposition au développement économique local et à la demande locale est plus importante. Par conséquent, la diversification en petites capitalisations émergentes peut offrir des expositions susceptibles de compléter une allocation existante axée sur de grandes capitalisations dans les pays émergents.

À la recherche de la croissance dans une économie mondiale en perte de vitesse

Les pays émergents représentent un marché intéressant dans un environnement économique parfois incertain. Bien que les taux de croissance mondiale soient toujours aussi décevants depuis la crise financière de 2008, le Fonds monétaire international (FMI) a prévu en avril une expansion de la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial de 3,5 % en 2017 par rapport à son niveau de 2016.[\[4\]](#) Pour les pays développés, le FMI prévoit une croissance du PIB de 2 % en 2017.[\[5\]](#) Néanmoins, le taux de croissance attendu de 4,5 % pour les pays émergents et les autres marchés en développement continue de survoler le taux mondial.[\[6\]](#)

Dans un contexte marqué par une croissance aussi faible, investir dans de petites capitalisations émergentes pourrait apporter une exposition à de nombreuses sociétés en pleine expansion basées dans des pays parmi les plus performants au monde.

La croissance des ventes des petites capitalisations émergentes est également supérieure à celle de leurs homologues à grande capitalisation boursière.[\[7\]](#) Rappelons en outre que cette croissance record est généralement organique et issue des dynamiques créées sur les marchés locaux plutôt que soutenue par des facteurs macroéconomiques mondiaux.

Outre la croissance organique, les petites capitalisations émergentes peuvent également connaître une appréciation du cours de leurs titres lorsqu'elles sont ajoutées à l'indice, car elles attireraient ainsi les flux des investisseurs passifs, feraient par ailleurs l'objet de recherches sell-side et augmenteraient les flux financiers actifs. Elles pourraient également être des cibles potentielles des fusions et acquisitions. Elles représentent des moteurs de croissance qui sont dans une large mesure indépendants des facteurs macroéconomiques.

Identification de la réussite

Le point le plus important consiste peut-être à reconnaître qu'un grand nombre d'entreprises émergentes à petite capitalisation ne grandiront probablement jamais pour diverses raisons : problématiques de gouvernance d'entreprise, mauvaise qualité de leur gestion, absence de croissance sur le marché ou autres facteurs. Le rôle d'un gérant actif est de chercher à déterminer quelles entreprises émergentes à petite capitalisation sont vouées au succès sur le long terme, tout en essayant de réduire le risque baissier et donc d'augmenter les performances ajustées des risques. Compte tenu de la multiplicité des entreprises peu suivies et peu détenues en portefeuille dans lesquelles investir, l'adoption d'une approche fondamentale bottom-up peut résulter dans la construction de portefeuilles dotés d'indicateurs de qualité hautement attrayants sur des valorisations inférieures à l'indice EM small-cap.

Notre objectif actif

Chez Templeton Emerging Markets Group, nous pensons que le domaine des petites capitalisations émergentes est un terrain fertile pour les gérants actifs qui peuvent se concentrer sur la gestion des risques et les moteurs de croissance à long terme pour la classe d'actifs. Notre recherche de petites capitalisations émergentes est pilotée par une vaste équipe sur le terrain de plus de 50 analystes dans 20 bureaux dans le monde entier, ce qui nous permet d'organiser régulièrement des rencontres avec des prospects et des sociétés dans lesquelles nous investissons afin de comprendre directement les dynamiques des marchés locaux sur lesquels ils opèrent.

Nos efforts de recherche intensive se concentrant sur la gouvernance d'entreprise et la gestion des risques nous aident à atteindre notre objectif : donner des raisons structurelles pour investir dans de petites capitalisations en trouvant des sociétés possédant des modèles économiques durables et sûrs, qui sont selon nous les mieux positionnées pour bénéficier de la croissance démographique et de l'augmentation des richesses des consommateurs des pays émergents.

Grâce à notre approche bottom-up, nous cherchons à investir dans des sociétés possédant de bonnes équipes de gestion que nous pensons à même d'adopter des choix stratégiques pertinents. Le prix est également un aspect crucial de notre approche, la valeur étant l'essence même de notre philosophie d'investissement mise en pratique depuis plusieurs décennies dans les pays émergents.

Les commentaires, opinions et analyses de Mark Mobius sont présentés uniquement à des fins d'information et ne doivent pas être interprétés comme des conseils d'investissement individuels ou une recommandation visant un titre ou une stratégie d'investissement particulière. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

Mentions légales importantes

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, notamment liés aux fluctuations des taux de change, à l'instabilité économique et à l'évolution de la situation politique. Investir sur les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence de cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés de valeurs mobilières. Les risques liés à l'investissement sur les marchés frontières sont encore supérieurs à ceux associés aux marchés émergents en raison du développement moins avancé des structures précitées, ainsi que du potentiel de forte volatilité des prix, de la liquidité insuffisante, des barrières commerciales et des contrôles sur les taux de change. Les cours des actions sont soumis à des fluctuations, parfois rapides et importantes, en raison de facteurs affectant les entreprises individuelles et certains secteurs ou sous-secteurs, ou du fait des conditions générales de marché. Les titres des petites sociétés ont démontré une volatilité supérieure à ceux des grandes sociétés, particulièrement lors de courtes périodes.

[1] Source : Bloomberg, au 30/06/2017.

[2] La corrélation détermine la mesure dans laquelle deux investissements évoluent en tandem. La corrélation est comprise entre 1 (corrélation positive parfaite, dans laquelle deux éléments ont évolué historiquement dans la même direction) et -1 (corrélation négative parfaite, dans laquelle deux éléments ont évolué historiquement dans des directions opposées).

[3] Source : Bloomberg, au 30 juin 2017. Les petites capitalisations émergentes sont représentées par l'indice MSCI EM Small Cap. Les marchés émergents sont représentés par l'indice MSCI Emerging Markets. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des honoraires, des dépenses et des frais de vente.

[4] Source : Base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2017. Rien ne garantit que les prévisions, les projections ou les estimations se révéleront exactes.

[5] Ibid.

[6] Ibid.

[\[7\]](#) Source : FactSet. Les petites capitalisations émergentes sont représentées par l'indice MSCI EM Small Cap. Les marchés émergents sont représentés par l'indice MSCI Emerging Markets. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des honoraires, des dépenses et des frais de vente.
