



PERSPECTIVES

Une approche active à l'égard des petites capitalisations des marchés émergents

May 16, 2018

De nombreux investisseurs négligent les titres des petites capitalisations et cela se vérifie encore plus dans les marchés émergents. Mais, selon l'équipe Franklin Templeton Emerging Markets Equity, peut-être que davantage d'investisseurs devraient s'intéresser plus en profondeur à l'extrémité inférieure du spectre du marché. Manraj Sekhron, Chetan Sehgal, Vikas Chiranewal et Krzysztof Musialik explorent les opportunités présentes dans ce segment pour les investisseurs ainsi que les raisons pour lesquelles ils estiment que les gérants actifs peuvent apporter de la valeur.

Retour sur quelques idées reçues à propos des petites capitalisations émergentes

Nous pensons que le segment des petites capitalisations des marchés émergents (ME) constitue une offre attrayante dans le contexte d'investissement actuel quant à la quête de génération d'alpha, compte tenu des nombreuses anomalies de valorisation et inefficiences du marché, sans oublier le manque de recherche^[1]. Néanmoins, certaines idées reçues sur la classe d'actifs dissimulent selon nous des atouts dont un gérant actif pourrait probablement tirer profit.

Ce n'est pas une classe d'actifs de « niche ».

Malgré une idée largement répandue, les petites capitalisations des marchés émergents sont, selon nous, loin d'être un investissement de niche. La classe d'actifs est composée de plus de 24 870 sociétés dont la capitalisation boursière combinée s'élève à plus de 10 200 milliards de dollars US et le volume quotidien d'échanges à plus de 70 milliards de dollars US.^[2] Comme l'indique le graphique ci-après, les liquidités totales au sein de la sphère des petites capitalisations émergentes sont comparables à celles des grandes capitalisations émergentes.

Emerging Markets Small Cap: Opportunity Size

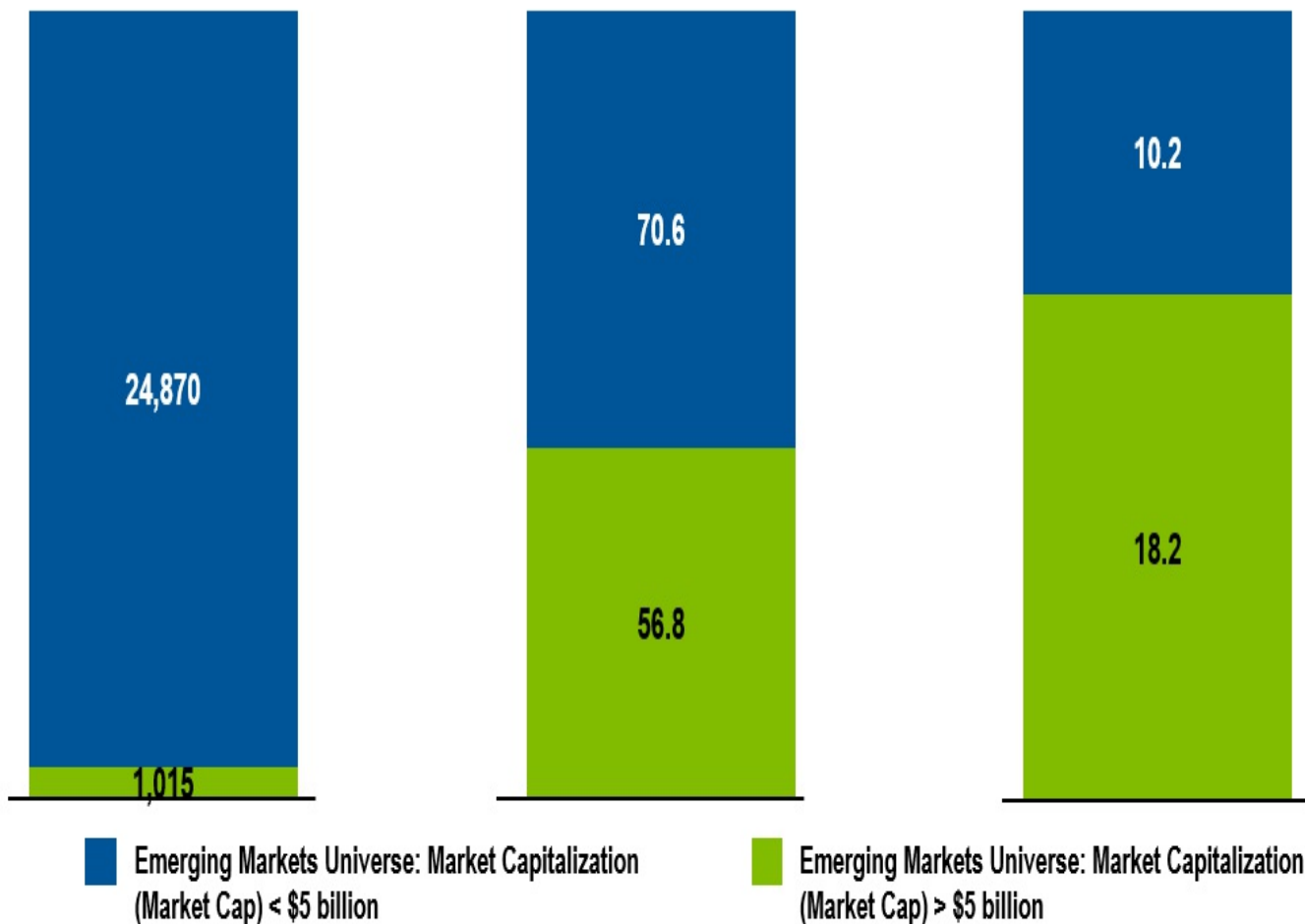
Vast Investment Universe



Listed Companies
March 2018

Daily Turnover, \$billion
March 2018

Market Cap, \$trillion
March 2018



Source: Bloomberg, as of March 2018. Investment universe consists of all listed emerging markets stocks. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. **Past performance does not guarantee future results.** See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

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 sous-évaluées. Les petites capitalisations des marchés émergents sont la plupart du temps détenues de manière disproportionnée par des investisseurs particuliers locaux qui, en raison de leur horizon d'investissement plus court, vendent et achètent 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. De plus, un actionnariat composé majoritairement d'investisseurs locaux peut générer une surperformance non corrélée à côté de laquelle passeraient les investisseurs focalisés sur les grandes capitalisations.

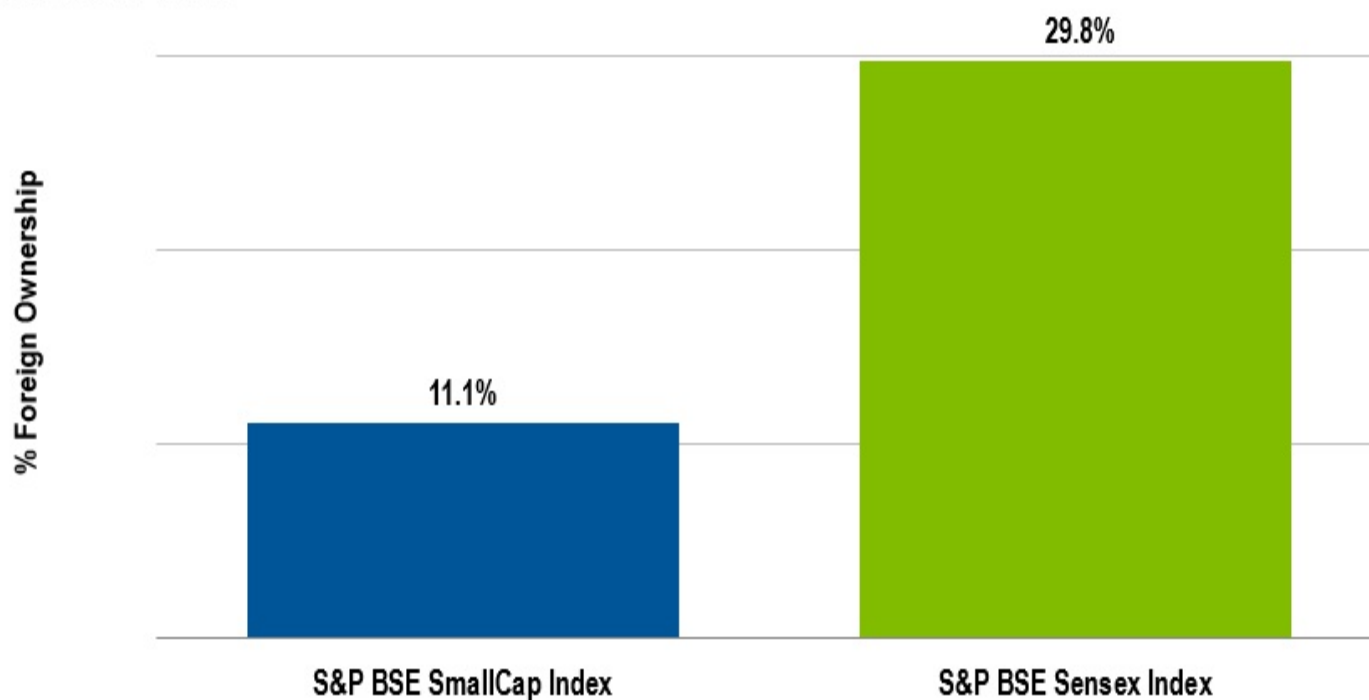
Emerging Markets Small Cap: Market Inefficiencies

Low Foreign Ownership of Indian Small Caps



Indian Equities % Foreign Ownership

December 2017



Source: AMFI, Bloomberg and Citi Research. As of December 2017. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. The S&P BSE SmallCap Index is designed to represent the bottom 15% of the total market capitalization (market cap) of the S&P BSE AllCap Index, and is designed to represent the small-cap segment of India's stock market. The S&P BSE Sensex Index is designed to measure the performance of the 30 largest, most liquid and financially sound companies across key sectors of the Indian economy that are listed at Bombay Stock Exchange (BSE) Ltd. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses or sales charges. **Past performance does not guarantee future results.** See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

Une différence majeure entre les petites capitalisations des marchés développés et celles des marchés émergents est que ces dernières sont souvent des acteurs majeurs sur leurs marchés locaux. Une capitalisation boursière de près de 5 milliards de dollars US pourrait constituer une société leader (équivalant éventuellement à une entreprise bien établie avec une longue histoire de réussite) dans un pays, un indice ou un secteur donné. Nombre de ces sociétés sont détenues ou contrôlées par une famille et affichent pour beaucoup d'entre elles des profils stables par rapport aux petites capitalisations des marchés développés.

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

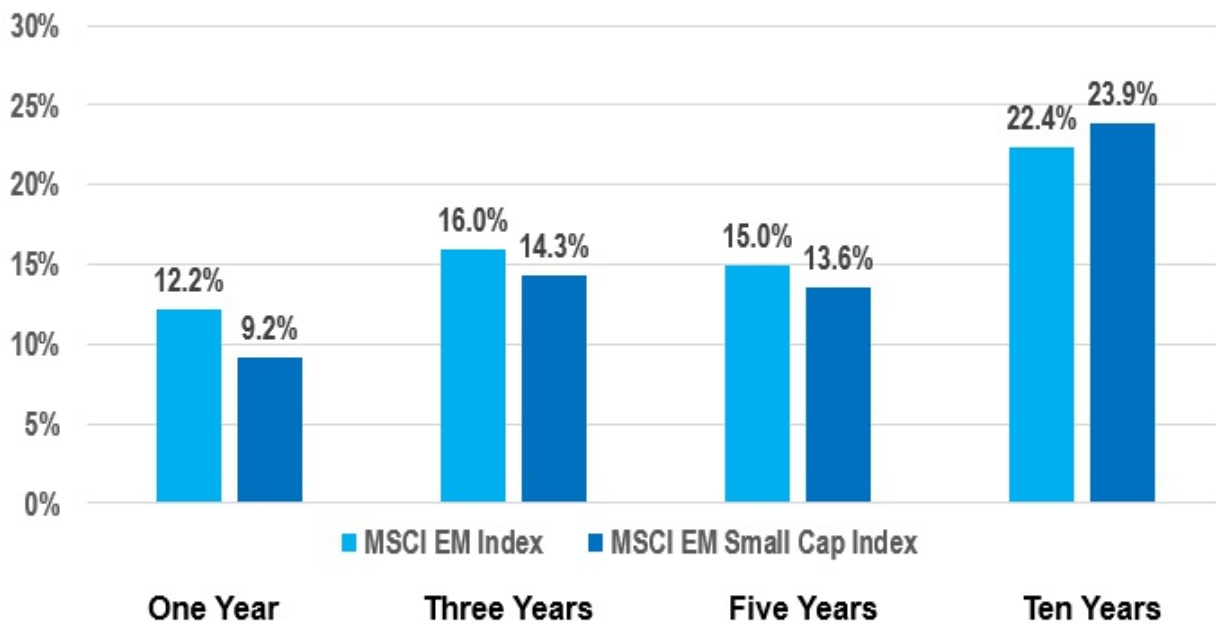
Une autre idée reçue entourant l'investissement dans les petites capitalisations des marchés émergents est que la volatilité de ces actifs est supérieure à celle des grandes capitalisations. Comme tous les investissements, les petites capitalisations émergentes s'accompagnent de risques réels et identifiés. Certains de ces risques sont ceux associés à l'univers général des actions émergentes, tels qu'une volatilité supérieure à celle des pays développés.

Bien que les actions individuelles puissent effectivement être très volatiles, les corrélations par paires^[3] de différentes sociétés émergentes à petite capitalisation sont souvent plus faibles d'après notre recherche. Cela s'explique selon nous en partie par l'expansivité et la diversité des activités dans ce domaine d'investissement. À titre d'exemple, l'action d'une société de téléachat sud-coréenne n'est généralement pas impactée par les mêmes facteurs que l'action d'une entreprise indienne de ciment. Cela peut contribuer à réduire le risque au niveau de la classe d'actifs et, dans les faits, la volatilité totale de l'indice MSCI EM Small Cap est inférieure à celle de l'indice MSCI EM Large Cap pour les périodes à trois et cinq ans au 31 mars 2018, comme vous pouvez l'observer dans le graphique ci-après.

Volatility of Emerging Market Small-Cap Stocks Compared with Large-Cap Stocks



As of March 31, 2018



Source: Morningstar. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. **Past performance does not guarantee future results.**

Volatility measured by standard deviation over the noted time periods. The MSCI EM Small Cap Index includes small-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI EM Index captures large- and mid-cap representation across 24 emerging-market countries. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses and sales charges. MSCI makes no warranties and shall have no liability with respect to any MSCI data reproduced herein. No further redistribution or use is permitted. This report is not prepared or endorsed by MSCI. As of March 2018. See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

Des titres oubliés et peu suivis

De nombreux gérants de portefeuille font l'impasse sur les petites capitalisations émergentes, mais la classe d'actifs est aussi particulièrement peu suivie 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. Par ailleurs, de nombreuses actions de petites capitalisations ne font pas ou peu l'objet de recherche.

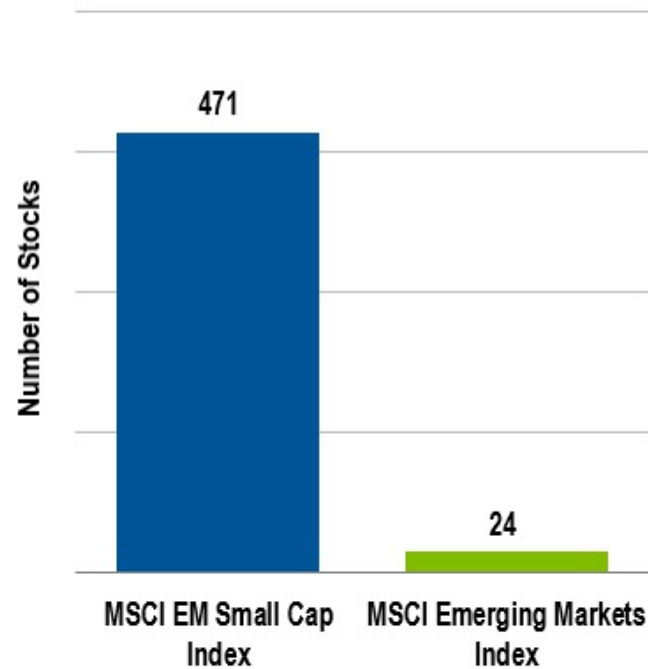
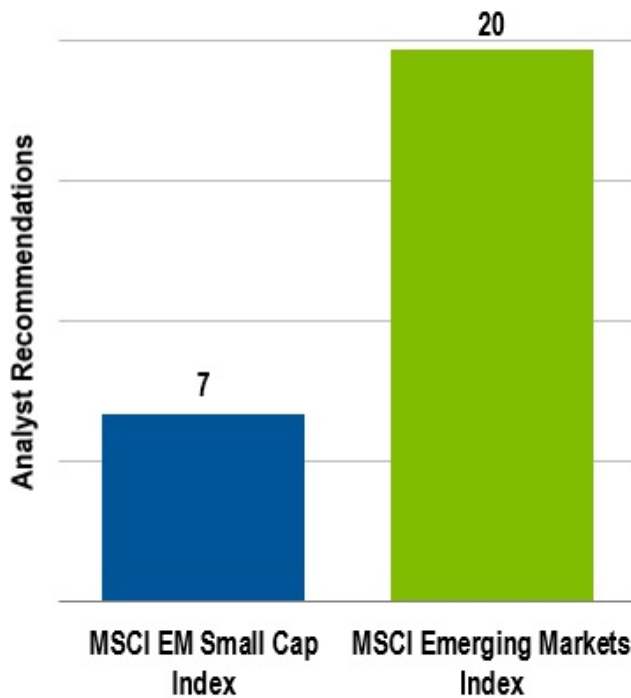
Les possibilités de recherche en ce qui concerne les petites capitalisations des marchés émergents non représentées dans l'indice MSCI EM Small Cap sont encore plus limitées. Cela peut donner un avantage capital à un gérant actif pouvant rechercher directement des sociétés étant donné que l'occasion de trouver un titre d'une petite capitalisation d'un marché émergent 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.

Emerging Markets Small Cap: Under Researched Even Index Stocks Have Negligible Research Coverage



**Average Sell-Side Analyst
Recommendations per Index Stock**
December 2017

**Index Stocks with Single or No Sell-
Side Recommendations**
December 2017



Source: FactSet, as of December 2017. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. **Past performance does not guarantee future results.**

The MSCI Emerging Market (EM) Small Cap Index includes small-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI EM Index captures large- and mid-cap representation across 24 emerging-market countries. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses or sales charges. See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

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 s'exportent souvent au-delà des 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 des marchés émergents sont exposées à ces mêmes facteurs qui ont attiré les investisseurs en premier lieu, et bénéficient d'une demande locale, d'une évolution démographique encourageante, de la mise en place de réformes locales ainsi que de produits de niche innovants.

Les secteurs auxquels les investisseurs en petites capitalisations émergentes sont exposés sont donc généralement 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. Les tendances macroéconomiques mondiales ou nationales tendent à avoir une incidence plus étroite sur ces secteurs. De plus, des entreprises publiques sont souvent plus prévalentes 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 opposition, les petites capitalisations des marchés émergents sont davantage exposées à des secteurs 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 des marchés émergents 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 le domaine des matériaux incluent des entreprises 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. En janvier 2018, le Fonds monétaire international (FMI) a prévu une expansion de la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial de 3,9 % en 2018.^[4] Le taux de croissance attendu de 4,9 % pour les pays émergents continue de survoler le taux mondial.^[5] Dans un tel contexte, 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.

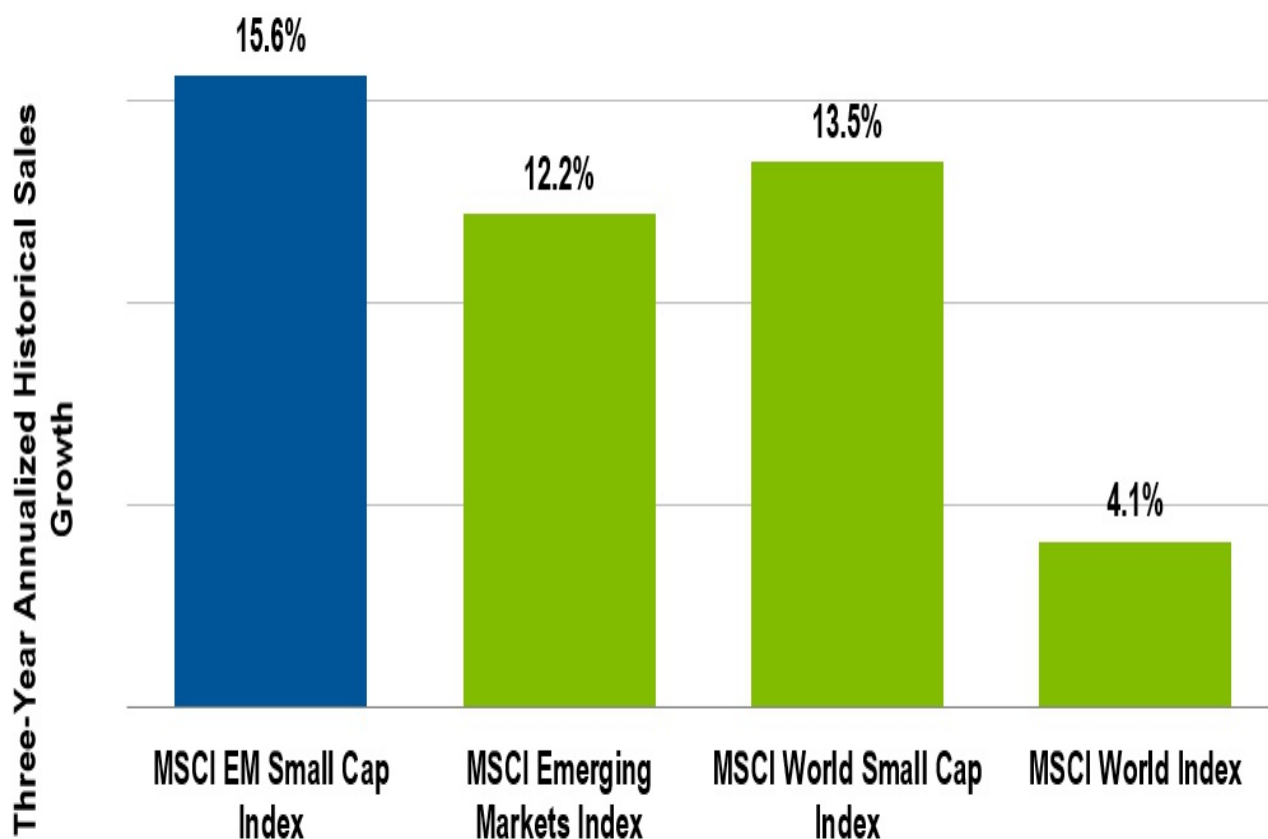
Rappelons en outre que cette croissance record dans bon nombre de petites sociétés est généralement organique et issue des dynamiques créées sur les marchés locaux plutôt que soutenue par des facteurs macroéconomiques mondiaux. Outre la croissance organique, les petites capitalisations des marchés émergents peuvent également connaître une appréciation du cours de leur titre lorsqu'elles sont ajoutées à l'indice (car elles attireraient ainsi les flux des investisseurs passifs, feraient davantage l'objet de recherches sell-side et susciteraient potentiellement l'intérêt des investisseurs actifs par la même occasion) ou en étant des cibles potentielles de fusion/acquisition. Elles représentent des moteurs de croissance qui sont dans une large mesure indépendants des facteurs macroéconomiques.

Emerging Markets Small Cap: Growth

Higher Sales Growth for EM Companies



As of December 2017



Source: MSCI, as of December 2017. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. Past performance is no guarantee of future results.

MSCI makes no warranties and shall have no liability with respect to any MSCI data reproduced herein. No further redistribution or use is permitted. This report is not prepared or endorsed by MSCI. The MSCI EM Small Cap Index includes small-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI Emerging Markets Index captures large- and mid-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI World Small Cap Index captures small-cap representation across 23 developed-market countries. The MSCI World Index captures large- and mid-cap representation across 23 developed-market countries. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses or sales charges.

Une approche active

Comme évoqué, l'indice MSCI EM Small Cap a sa propre composition distincte avec un penchant pour la consommation discrétionnaire, les matériaux et les secteurs industriels. Des gérants actifs n'ont pas à suivre cette tendance s'ils sentent qu'il vaudrait mieux opter pour un autre domaine à plus grande valeur ajoutée ou que ces expositions sont inadéquates compte tenu du climat d'investissement actuel.

Le point le plus important consiste peut-être à reconnaître qu'un grand nombre d'entreprises à petite capitalisation des marchés émergents 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 à petite capitalisation des marchés émergents 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.

Chez Franklin Templeton Emerging Markets Equity, nous pensons que le domaine des petites capitalisations des marchés émergents 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 des marchés émergents est pilotée par une vaste équipe sur le terrain de plus de 80 gérants de portefeuilles et 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.

Dans l'ensemble, grâce à notre approche bottom-up, à haute conviction et à long terme, nous cherchons à investir dans des sociétés possédant de bonnes équipes de gestion que nous pensons à même d'adopter des choix stratégiques pertinents.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Les commentaires, opinions et analyses du présent document sont communiqués à titre d'information uniquement ; ils ne sauraient être considérés comme un conseil d'investissement individuel ou comme une recommandation d'investir dans un quelconque titre ou d'adopter une quelconque stratégie d'investissement. 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, comme les fluctuations de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Les investissements dans les marchés émergents, dont les marchés frontières constituent un sous-ensemble, impliquent des risques accrus liés aux mêmes facteurs, en plus de ceux associés à la taille réduite de ces marchés, à leur moindre liquidité et à l'absence de cadres juridiques, politiques, commerciaux et sociaux établis pour soutenir les marchés boursiers. Étant donné que ces cadres sont généralement encore moins développés sur les marchés frontières, entre autres facteurs, notamment le potentiel accru de volatilité extrême des prix, l'illiquidité, les barrières commerciales et les contrôles des changes, les risques associés aux marchés émergents sont amplifiés sur les marchés frontières. 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. Le secteur des technologies peut être sérieusement touché par l'obsolescence de la technologie actuelle, des cycles de produit courts, une baisse des cours et des bénéfices, la concurrence de nouveaux acteurs sur le marché ainsi que par les conditions économiques générales.

[1] L'alpha mesure la différence entre les rendements réels d'un compartiment et ses rendements attendus en fonction de son niveau de risque tel que mesuré par son bêta. Un alpha positif indique que le compartiment a produit de meilleurs résultats que ne pourrait le prédire son bêta. À l'inverse, un alpha négatif reflète la sous-performance du fonds par rapport aux attentes définies par son bêta. Certains investisseurs considèrent l'alpha comme une mesure de la valeur ajoutée ou soustraite par un gérant de fonds.

[2] Sources : Bloomberg, au 31 mars 2018. Voir www.franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

[3] 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).

[4] Source : Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2018. Rien ne garantit que les estimations ou prévisions se réalisent.

[5] Ibid.