



Petites capitalisations des marchés émergents : une opportunité de croissance bien distincte

September 6, 2016

selma

Les marchés émergents occupent encore une place prépondérante parmi les économies les plus dynamiques et vigoureuses du monde, avec un taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) largement supérieur à celui des économies développées cette année, en dépit des ralentissements très médiatisés de certains pays. Selon l'équipe Templeton Emerging Markets, les défis auxquels ont été confrontés certains pays, secteurs et entreprises, tels que les groupes du secteur énergétique et les banques chinoises, ont dissimulé certaines opportunités offertes par l'univers des marchés émergents (ME). Dans cet article, mon collègue Chetan Sehgal, Vice-président exécutif, directeur général Inde, responsable des investissements et directeur des stratégies marchés émergents mondiaux/petites capitalisations chez Templeton Emerging Markets Group, et moi-même, vous présentons les opinions de l'équipe concernant les différentes opportunités identifiées dans l'univers des actions émergentes de petites capitalisations.

Nous pensons que les petites capitalisations de l'univers émergent offrent un solide potentiel de croissance dans le temps et à des niveaux de valorisation attractifs. Cette classe d'actifs nous semble en outre oubliée de nombreux investisseurs en raison des idées reçues notamment sur la volatilité, la liquidité ainsi que sur la taille de l'univers d'investissement. Pourtant, les actions émergentes à petites capitalisations boursières présentent un certain nombre d'aspects positifs, à la fois structurels et tactiques, qui plaident selon nous en faveur de l'intégration de cette classe d'actifs dans le cadre d'une exposition prédéfinie aux ME.

D'un point de vue structurel, les petites sociétés émergentes offrent aux investisseurs un accès à plusieurs milliers d'entreprises dont les liquidités sont considérées comme abondantes. Les petites entreprises sont généralement peu suivies par les analystes et sous-représentées dans les portefeuilles des investisseurs étrangers, ce qui entraîne des inefficiences de marché susceptibles d'être exploitées. Par ailleurs, l'univers auquel sont généralement exposées les petites capitalisations émergentes complète celui des grandes capitalisations boursières, en particulier dans des secteurs tels que la santé et la consommation, qui bénéficient d'une bonne démographie et de la montée de la classe moyenne. A ce titre, nous pensons que les petites capitalisations émergentes peuvent, à elles toutes, offrir un potentiel de croissance robuste.

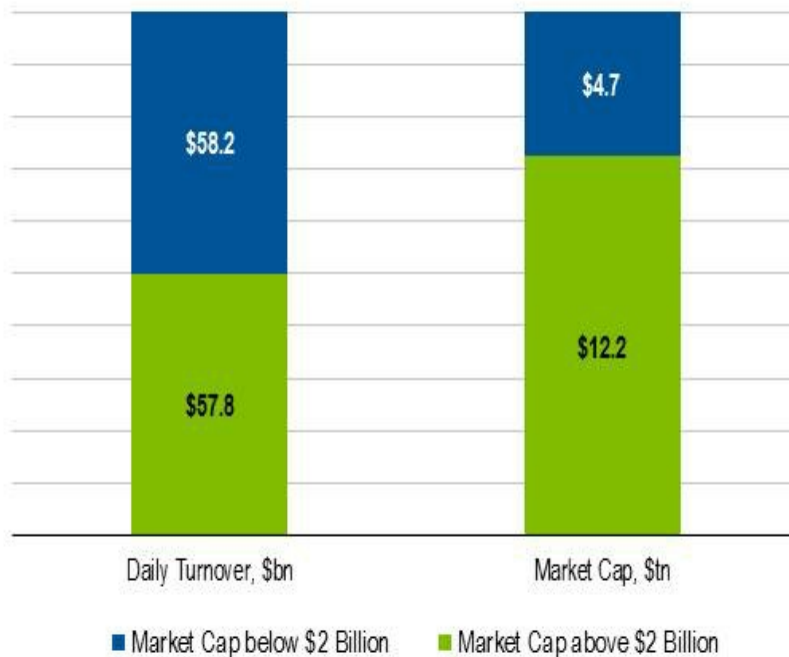
D'un point de vue tactique, la récente vague de dégagements observée sur les ME constitue selon nous une opportunité d'achat à des niveaux de valorisations particulièrement intéressants. Les petites entreprises des ME sont en outre généralement mieux exposées au marché local et présentent par conséquent une moindre corrélation historique (le degré avec lequel elles évoluent de concert) avec leurs homologues de taille plus conséquente. Comme pour tous les investissements en actions émergentes (et en actions de manière plus générale), investir dans des sociétés de taille modeste comporte un certain nombre de risques inhérents et détectés, notamment le risque de perte en capital. En effet, les titres des petites sociétés affichent une volatilité supérieure à ceux des grandes sociétés, particulièrement sur de courtes périodes. Néanmoins, les petites capitalisations émergentes suscitent de plus en plus l'attention des investisseurs institutionnels, et nous pensons que leur profil rendement/risque est intéressant dans l'environnement économique mondial actuel.

Un vaste univers d'investissement doté de liquidités abondantes

Les petites capitalisations émergentes sont, contrairement à ce que l'on pourrait penser, tout sauf une niche. La classe d'actifs est composée de plus de 23 000 sociétés dont la capitalisation boursière combinée s'élève à près de 5 000 milliards de dollars^[1] et un volume quotidien d'échanges de l'ordre de 60 milliards de dollars, ce qui constitue une part conséquente de la liquidité et de la capitalisation boursière totales de l'univers émergent, comme l'indique le graphique ci-dessous. De ce fait, la taille même de l'univers d'investissement des petites capitalisations émergentes offre de nombreuses opportunités permettant de découvrir des sociétés sous-évaluées. Un autre aspect de cette classe d'actifs (mis en évidence dans le graphique) est que la liquidité globale est largement comparable à celle des grandes capitalisations, contrairement à ce que l'on pourrait croire. En réalité, les petites capitalisations boursières émergentes sont la plupart du temps détenues de manière disproportionnée par des investisseurs particuliers locaux qui, en raison de leur horizon d'investissement généralement bien plus court, vendent et achètent plus souvent que les investisseurs institutionnels étrangers, ce qui favorise par conséquent la liquidité des titres.

Les petites capitalisations émergentes sont disproportionnellement représentées dans les volumes d'échanges quotidiens

Au 31 mars 2016



Sources : Bloomberg, MSCI. L'univers d'investissement est composé d'actions émergentes cotées au sein des indices MSCI Emerging Markets et MSCI Frontier 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 frais, dépenses ou droits d'entrée. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

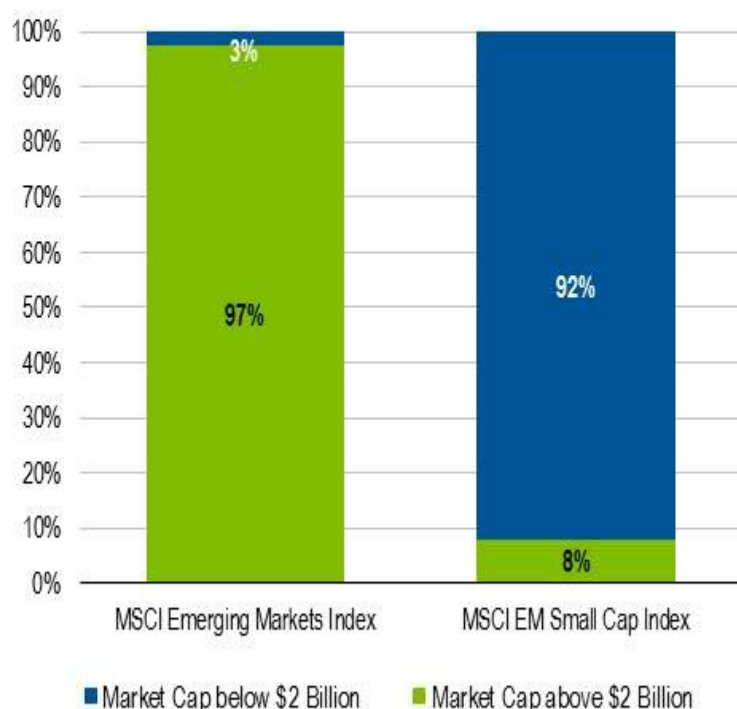
Des titres oubliés et peu suivis

Dans le graphique suivant, nous étudions le degré d'exposition aux petites capitalisations émergentes de l'indice MSCI Emerging Markets, un indice de référence largement utilisé pour représenter la catégorie d'actifs des actions des marchés émergents. Nous constatons que l'exposition aux petites capitalisations émergentes représente à peine 3 % de cet indice, tandis que la capitalisation boursière de l'univers d'investissement émergent dans son ensemble s'élève à 28 %.^[2] Cette différence se traduit par une sous-pondération notable dans les portefeuilles des investisseurs qui adoptent une stratégie indicielle.

Petites capitalisations émergentes représentées dans les indices des marchés émergents



Au 31 mars 2016



Source : FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays émergents. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap est composé de petites capitalisations de 23 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 honoraires, des dépenses et des frais de vente. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

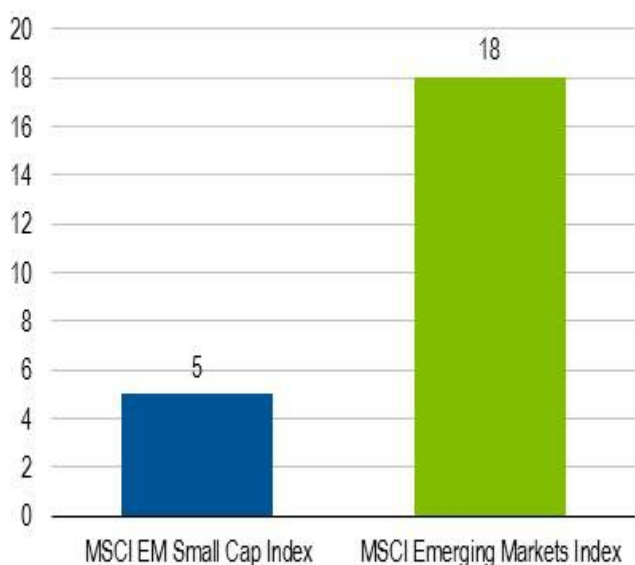
Les petites sociétés des marchés émergents sont non seulement oubliées de nombreux investisseurs, mais elles sont également trop peu suivies par les analystes. Cela reflète non seulement le grand nombre d'entreprises dans lesquelles investir, mais également l'absence d'informations à disposition et une base d'investisseurs limitée à laquelle destiner ces informations. Sans surprise, cela signifie que le nombre moyen de recommandations de recherche à l'égard des petites capitalisations émergentes est bien inférieur à celui des actions émergentes à grandes capitalisations boursières. Notons également le nombre infiniment plus grand d'actions faisant l'objet d'une couverture insignifiante ou nulle. Les possibilités de recherche en ce qui concerne les petites capitalisations émergentes non représentées dans l'indice de référence sont encore plus limitées. La probabilité que le titre d'une petite entreprise émergente relativement peu connue et non représentée dans l'indice soit sous-évaluée est bien plus importante que pour une entreprise disposant de nombreuses recommandations de recherche.

Les petites capitalisations émergentes souffrent d'un manque de couverture de la part des analystes par rapport à l'univers émergent dans son ensemble

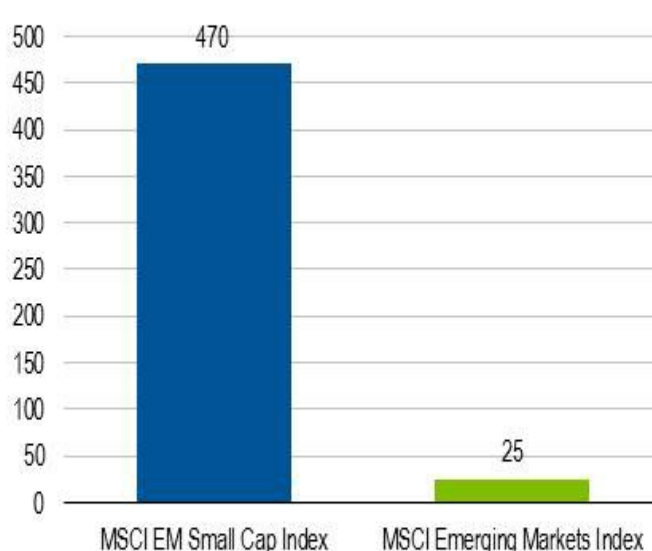


Au 31 mars 2016

Median Analyst Recommendations



Number of Stocks with Negligible Research Coverage



À titre d'illustration exclusivement.

Source : FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays émergents. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap est composé de petites capitalisations de 23 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 honoraires, des dépenses et des frais de vente. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

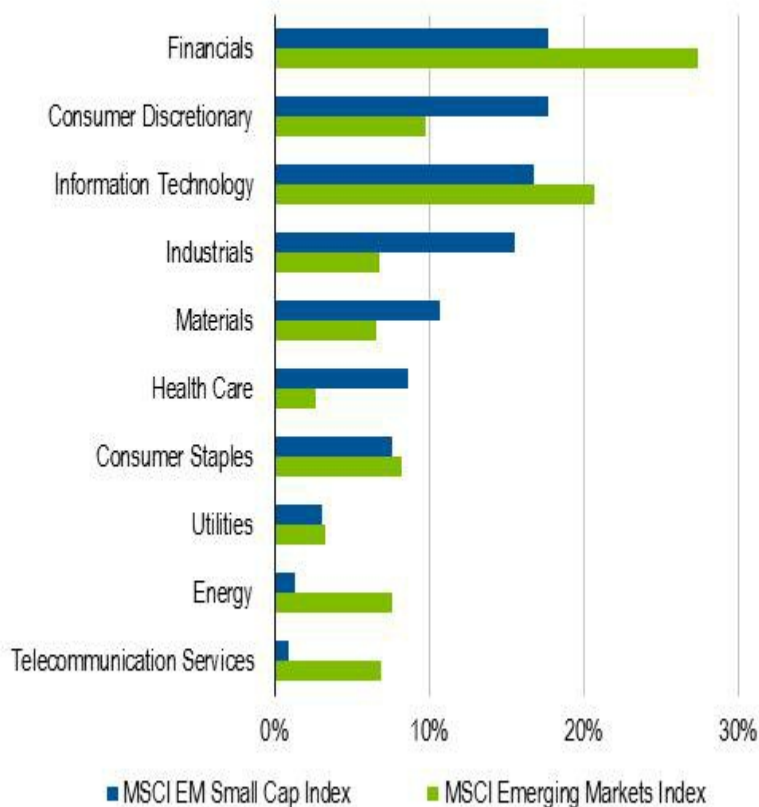
Exposition aux marchés émergents locaux

Si l'on s'intéresse à la bonne performance générale à long terme des marchés émergents en tant qu'économies mondiales et en tant que 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 cours de nombre de ces actions ne dépendent plus uniquement de facteurs locaux. Parmi ces entreprises se trouvent des sociétés dans l'électronique, l'industrie automobile ou encore la consommation, dont une part conséquente de leurs revenus est générée dans les économies développées plutôt que les pays dans lesquelles elles sont implantées. A l'inverse, les petites entreprises du monde émergent 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 réformes locales ainsi que de produits de niche innovants, qui 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, comme le montre le graphique suivant.

Comparaison des secteurs représentés dans les indices des petites et grandes capitalisations émergentes



Au 31 mars 2016



Source : FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays émergents. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap est composé de petites capitalisations de 23 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 honoraires, des dépenses et des frais de vente. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

L'indice MSCI Emerging Markets est disproportionnellement représenté par les secteurs de la finance, de l'énergie, des technologies de l'information et des télécommunications/services aux collectivités. Ces secteurs sont généralement plus directement affectés par des tendances macroéconomiques mondiales ou nationales (dette liée au marché immobilier d'une économie, cours mondial du pétrole ou encore politiques gouvernementales).

En outre, les entreprises publiques sont plus largement représentées dans les grandes capitalisations et, bien que nous estimions que de nombreuses entreprises publiques soient correctement gérées, les intérêts des propriétaires finaux ne sont pas toujours parfaitement conformes à ceux des investisseurs minoritaires.

Les petites capitalisations émergentes sont davantage exposées à des secteurs plus dynamiques tels que la consommation cyclique 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 sociétés émergentes les plus performantes sont celles qui parviennent à exploiter les points forts du marché local afin de s'étendre à l'international et devenir des entreprises à moyennes voire à grandes capitalisations boursières au fil du temps. Au sein d'un même secteur donné, les expositions économiques peuvent être significativement différentes. A 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 par exemple les cours mondiaux des matières premières. Les entreprises de taille plus modeste dans ce même domaine sont souvent davantage des producteurs de ciment dont l'exposition au développement économique local et à la demande locale sont plus importants.

Inefficiences des marchés

Le fait que les petites entreprises émergentes soient majoritairement tournées vers leur marché intérieur et que leurs titres soient globalement peu étudiés engendre non seulement une sous-évaluation de certaines entreprises individuelles, mais également des inefficiences plus vastes au niveau du marché. L'Inde présente notamment de telles caractéristiques. Le pays dispose d'un grand nombre de petites sociétés dans lesquelles investir et les titres de ces entreprises sont en grande majorité détenus par des investisseurs locaux. L'Inde est l'exemple même d'une économie dont les dynamiques et autres facteurs propres au pays ont généré des rendements non corrélés pour les investisseurs.

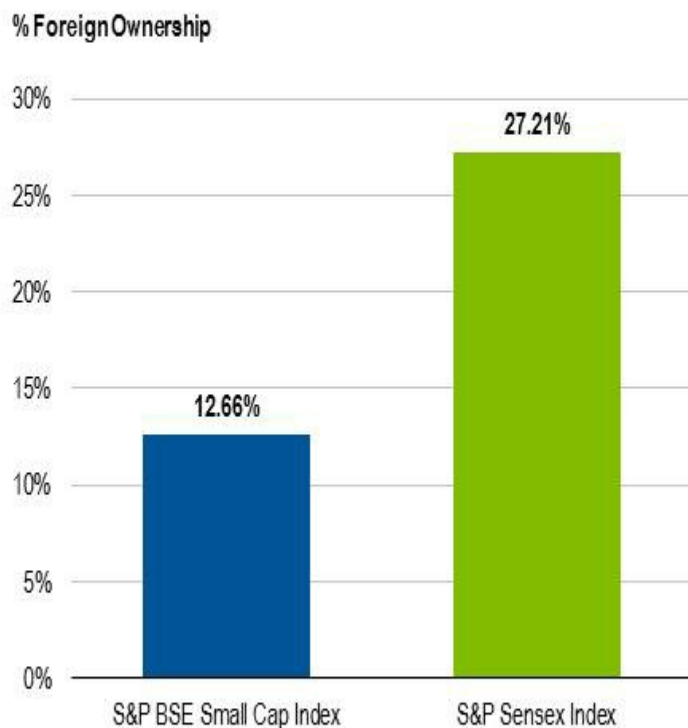
Après la crise financière mondiale de 2008-2009 jusqu'à la fin de l'année 2014, les flux en direction des actions indiennes provenaient majoritairement des investisseurs étrangers, les investisseurs indiens ayant davantage réaffecté leurs capitaux dans des actifs réels tels que l'immobilier et l'or. Les flux entrants étrangers issus d'investissements indiciels seront, par définition, concentrés dans des actions à grande capitalisation boursière, ce qui renforce le déséquilibre des titres à grande capitalisation détenus par des investisseurs étrangers. Cette situation est en outre accentuée par le suivi insuffisant des analystes à l'égard des actions à petite capitalisation non représentées dans l'indice, entraînant de nombreux investisseurs à s'intéresser de ce fait aux grandes capitalisations et aux titres composant l'indice.

Le graphique suivant illustre que les positions détenues par des investisseurs étrangers représentent environ 27 % de la valeur de l'indice S&P BSE Sensex (qui reflète le marché boursier indien dans son ensemble), mais seulement 13 % de l'indice S&P BSE Small Cap.^[3] Par conséquent, les actions à petite capitalisation boursière sont non seulement généralement plus exposées à l'économie intérieure de par leurs activités commerciales, mais aussi de par le comportement des investisseurs locaux.

Actions indiennes : Investisseurs étrangers



Au 7 juin 2016



Source : Bloomberg. L'indice S&P BSE Sensex a été conçu pour mesurer la performance des 30 entreprises les plus grandes, liquides et solides d'un point de vue financier dans l'ensemble des secteurs clés de l'économie indienne. L'indice S&P BSE Small Cap a été conçu pour représenter le segment des petites capitalisations du marché boursier indien. 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. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

En conséquence, entre 2009 et 2013, le sentiment local négatif vis-à-vis des actions a contribué à une baisse notable de la valorisation des petites capitalisations indiennes par rapport aux capitalisations boursières de taille plus importante, alors même que les titres de petites entreprises de nombreux autres pays présentaient une prime en raison de leur meilleur potentiel de croissance. Néanmoins, la tendance s'est inversée en 2014, car il est devenu clair que le Bharatiya Janata Party (BJP) du gouvernement réformiste et favorable aux entreprises de Narendra Modi allait remporter les élections nationales, ce qui entraînerait d'importantes entrées de capitaux à l'échelle locale. Cela a par la suite engendré une rapide revalorisation des actions à petite capitalisation indiennes, à la fois en valeur absolue et par rapport à leurs homologues à plus grandes capitalisations.

Potentiel de croissance

A nos yeux, les marchés émergents sont un marché intéressant dans un environnement économique parfois incertain. Les taux de croissance mondiale ne cessent de décevoir depuis la crise financière mondiale de 2008-2009, avec des estimations revues à la baisse chaque année par le Fonds monétaire international (FMI) (le mois d'avril 2016 n'ayant pas fait exception : le FMI a revu à la baisse ses perspectives de croissance du PIB mondial pour l'année 2016, à 3,2 %).^[4] **Entre 2002 et 2008, les marchés émergents ont contribué à 70 % de la croissance économique annuelle mondiale et,**^[5] **en dépit d'un certain ralentissement depuis, le taux global de la croissance du PIB demeure considérablement plus élevé que celui de la région des marchés développés. Dans un contexte marqué par une croissance aussi faible, investir dans des entreprises émergentes pourrait apporter une exposition à de nombreuses entreprises en pleine expansion basées dans des pays parmi les plus performants au monde. Rappelons en outre que cette croissance est généralement organique et issue des dynamiques créées sur les marchés locaux plutôt que soutenue par des facteurs macroéconomiques mondiaux ou des techniques financières comme les rachats d'actions (comme c'est exagérément le cas aux Etats-Unis et dans les marchés développés plus généralement). Outre la croissance organique, les petites entreprises émergentes 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. Ce sont là des facteurs de croissance qui sont, dans une large mesure, indépendants des considérations macroéconomiques.**

Après avoir abordé les différentes idées reçues et les aspects positifs relatifs aux petites entreprises émergentes, il convient néanmoins de prendre en compte les défis à relever. Le point le plus important consiste peut-être à reconnaître qu'un grand nombre de petites entreprises ne grandiront jamais pour diverses raisons : problématiques de gouvernance d'entreprise, mauvaise qualité de leur gestion, absence de croissance sur le marché ou autres facteurs. Les investisseurs doivent parvenir à identifier les sociétés qui connaîtront le succès sur le long terme. Néanmoins, compte tenu de la multiplicité des entreprises peu suivies et peu détenues en portefeuille, nous pensons que les arguments en faveur d'une exposition aux petites sociétés émergentes sont convaincants, notamment en adoptant une approche fondamentale bottom-up.

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. Investir dans 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 d'un cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés boursiers. Les risques liés à l'investissement dans 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 12/31/15. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

[2] Source : FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays émergents. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap est composé de petites capitalisations de 23 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 honoraires, des dépenses et des frais de vente. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

[3] Source : Bloomberg. L'indice S&P BSE Sensex a été conçu pour mesurer la performance des 30 entreprises les plus grandes, liquides et saines d'un point de vue financier dans l'ensemble des secteurs clés de l'économie indienne. L'indice S&P BSE Small Cap a été conçu pour représenter le segment des petites capitalisations du marché boursier indien. 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. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

[4] Source : Fonds Monétaire International, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2016.

[5] Source : Banque mondiale, Indicateurs de développement mondiaux, au 05/02/2016.