



PortfolioPraxis: Akadémie

Petites valeurs, grandes opportunités?

Août 2010

Allianz 

Global Investors



Contenu

Petites valeurs, grandes opportunités?	3
Répartition sectorielle des petites et grandes capitalisations	4
Quand les petites capitalisations sont les locomotives du marché	5
Un regard sur les récessions passées	6
Valorisations – Petites valeurs, grandes opportunités?	7
La gestion active des petites capitalisations	10
Conclusion	11

Petites valeurs, grandes opportunités?

Il ne suffit pas, pour investir sur le marché des actions, de sélectionner des régions ou des secteurs, encore faut-il choisir le bon style. Hormis l'alternative Value/Growth, le choix entre les petites, les moyennes et les grandes capitalisations constitue un aspect important de l'allocation d'actifs. Mais en quoi la taille de la capitalisation influe-t-elle sur le comportement des titres à travers les différents cycles conjoncturels?

Si les styles d'investissement de type Value (valeur) ou Growth (croissance) reposent essentiellement sur des facteurs tels que les valorisations ou les perspectives de bénéfice, dans le cas des styles axés sur les petites, moyennes et grandes capitalisations, le critère principal est la taille des sociétés, généralement exprimée en termes de capitalisation boursière.

La frontière entre ces styles d'investissement n'est naturellement pas hermétique et des chevauchements sont possibles. Dans la plupart des cas, les petites capitalisations sont

plutôt des actions de croissance et les grandes capitalisations des titres de valeur. Néanmoins, de même que l'on retrouve des actions Value sur le segment des petites capitalisations, ces dernières peuvent très bien receler un géant de demain. Toutes les sociétés ont commencé petit. Ce n'est qu'au fil de succès répétés et de bénéfices galopants qu'elles ont rejoint les rangs des grandes capitalisations. C'est le cas par exemple d'Apple, dont la capitalisation boursière est passée de 1,85 milliard d'euros en 1981 à 125 milliards d'euros en janvier 2010.

Summa Oeconomica

- Depuis le point bas des marchés d'actions en mars 2009, les petites capitalisations ont connu un meilleur sort que les grandes. C'est généralement le scénario observé aussi durant les phases d'embellie conjoncturelle.
- Historiquement, les petites capitalisations affichent une surperformance de plus de 10% par rapport aux grandes capitalisations dans les six à douze mois suivant une récession (au sens de la définition du National Bureau of Economic Research).
- Les valeurs secondaires justifient leur place au sein d'un portefeuille diversifié investi en actions. En effet, elles atténuent le risque global sans nuire au potentiel de performance.
- Les petites et moyennes entreprises sont généralement en position d'augmenter leurs bénéfices plus rapidement que les majors, ce qui peut justifier momentanément une valorisation supérieure.
- Pour les petites capitalisations, la gestion active est véritablement incontournable puisqu'elle seule permet de compenser, voire de tirer parti de la moindre profondeur de l'information disponible, afin de séparer le bon grain de l'ivraie.
- La moindre liquidité des petites et moyennes valeurs les rend vulnérables à une baisse d'appétit de l'investisseur pour le risque

Les petites capitalisations sont généralement réparties en trois catégories:

- **Rising Stars – les étoiles montantes:** ces sociétés sont particulièrement attrayantes au vu de leur valorisation bon marché (Value) ou de leurs perspectives de croissance (Growth). Ce peuvent être des petites capitalisations qui deviendront les Apple de demain ou qui exercent sur des marchés de niche sans attirer l'attention mais en étant généralement rentables. C'est le cas notamment des acteurs prospères qui ne gagnent pas les rangs des moyennes ou grandes capitalisations car ils tirent leur chiffre d'affaires d'une activité certes rentable, mais aussi limitée.
- **Les « phénix », ou sociétés qui renaissent de leurs cendres:** cette catégorie regroupe des sociétés au passé glorieux qui, à la suite d'une traversée du désert, ont quitté l'orbite des moyennes et grandes capitalisations mais qui ont redressé la tête afin de renaître de leurs cendres. Ce sont souvent des actions de valeur.
- **Les anges déchus:** ce sont les actions qui ne se sont pas remises d'un décrochage de leurs cours et qui ont – parfois injustement – perdu les faveurs des investisseurs.

Répartition sectorielle des petites et grandes capitalisations

La pondération sectorielle, ou la composition des indices, fait apparaître parfois des différences marquées entre les petites et les grandes capitalisations. De nombreux indices européens sont dominés par des entreprises de secteurs qui semblent arrivés à maturité et ne présentent donc que des perspectives de croissance ténues. Si les poids lourds du Dow Jones Euro Stoxx Large sont plutôt la finance, les services aux collectivités et les télécommunications, ceux du Dow Jones Euro Stoxx Small sont en revanche l'industrie et les technologies de l'information. L'investisseur dispose donc d'innombrables thèmes d'investissement pour diversifier son portefeuille.

On trouve également dans ces secteurs des sociétés qui exercent dans un domaine de niche, voire qui se sont imposées à l'échelle mondiale et qui sont en mesure de dicter les tendances futures.

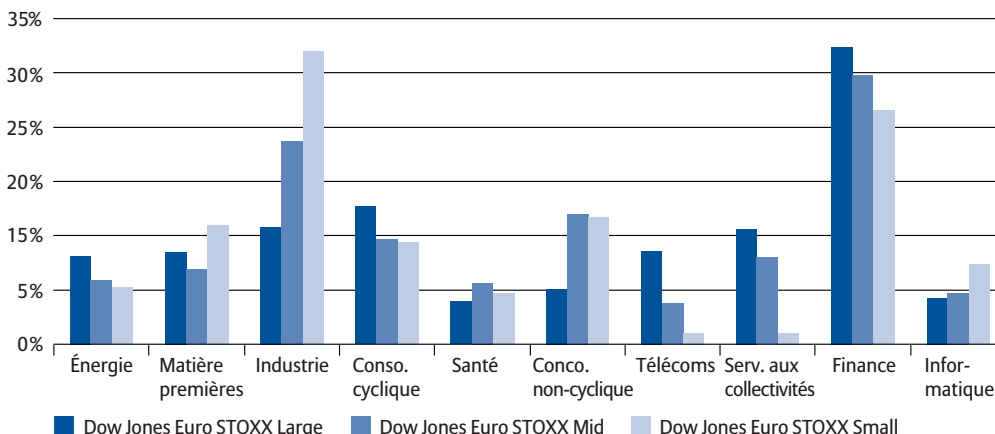
Encart: Classification des capitalisations – de la grande à la nano-capitalisation

À partir de quel seuil une entreprise est-elle considérée comme une grande capitalisation, ou jusqu'à quel point appartient-elle aux petites capitalisations?

- Grandes capitalisations – Capitalisation boursière égale ou supérieure à 10 milliards d'euros
- Moyennes capitalisations – Capitalisation boursière comprise entre 4 et 10 milliards d'euros
- Petites capitalisations – Capitalisation boursière comprise entre 200 millions et 4 milliards d'euros
- Micro-capitalisations – Capitalisation boursière comprise entre 50 et 200 millions d'euros
- Nano-capitalisations – Capitalisation boursière inférieure à 50 millions d'euros

Source: RCM

Graphique 1: Les indices et leurs différentes répartitions sectorielles.



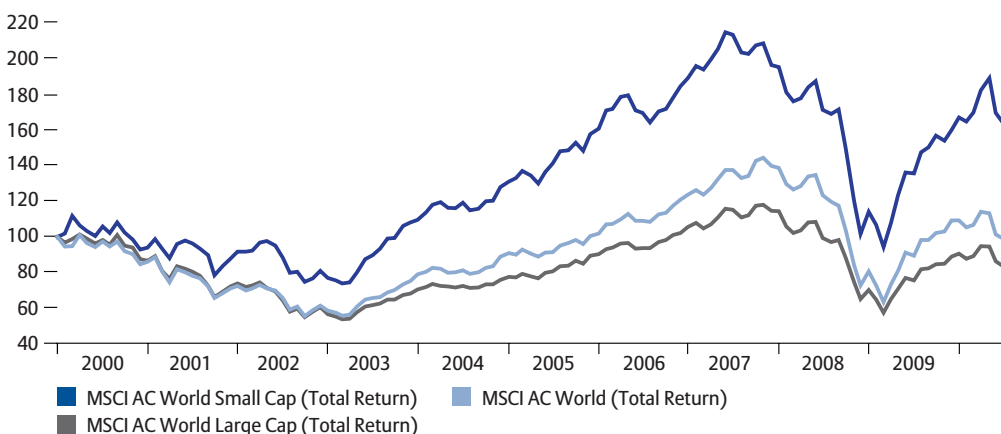
Source: STOXX Limited, Janvier 2010; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Quand les petites capitalisations sont les locomotives du marché

Au cours de la décennie écoulée, les investisseurs qui se sont engagés sur les marchés d’actions internationaux n’ont enregistré qu’un rendement ténue. Entre janvier 2000 et fin février 2010, la performance se limite à un maigre 6% (à l’aune du MSCI World Total Return). Force est toutefois de constater que, durant cette période, deux crises ont bridé leur progression: la bulle des TMT qui a éclaté au début du millénaire et la crise financière qui a connu son paroxysme avec la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Pour les

petites capitalisations, cependant, cette période semble avoir été porteuse. Le Small Cap Index (Total Return Index) publié par MSCI, dont la portée est mondiale, affiche une hausse de près de 70% sur la décennie, montrant ainsi que le surcroît de risque pris par les investisseurs en petites capitalisations a été récompensé par une performance supérieure à long terme. Une étude scientifique menée par le cabinet Ibbotson Associates révèle que, sur une période de 80 ans (1925–2005), les petites capitalisations ont signé un score de 12,6% par an, tandis que leurs grandes sœurs affichaient en moyenne une progression annuelle de 10,4% (voir graphique 2).

Graphique 2: Les petites capitalisations, fers de lance de la performance.



La dernière décennie semble avoir été porteuse pour les petites capitalisations.

La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs.

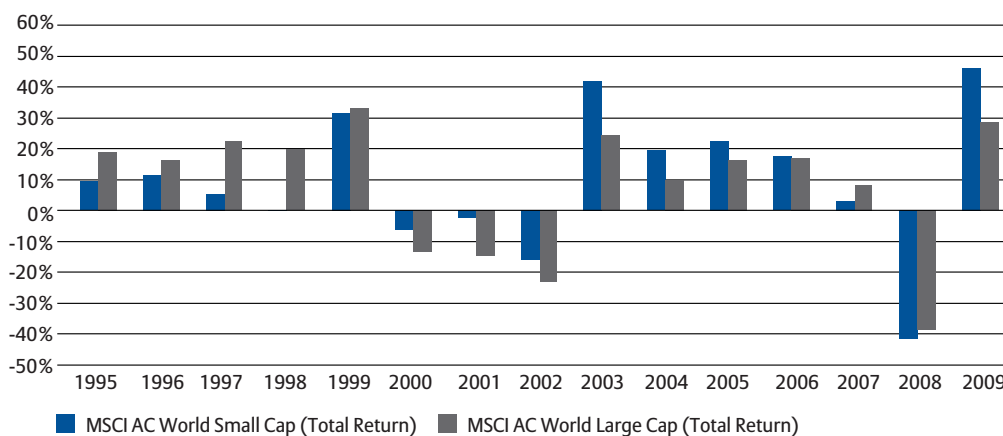
Source: Datastream, indices: MSCI Total Return; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Si l'on compare l'évolution des petites et des grandes capitalisations depuis 1995, on constate qu'en phases d'embellie conjoncturelle, les petits et moyens émetteurs ont parfois largement devancé les poids lourds. Certes, les petites comme les grandes ont rebroussé chemin entre 2000 et 2002 mais, lorsque le marché a atteint son plus bas au début de l'année 2003, ce sont les petites capitalisations qui ont joué les locomotives

des marchés financiers. Jusqu'en 2007, elles ont enregistré une progression annuelle moyenne de 21 % (contre 15% pour les grandes capitalisations). L'année 2009 a été calquée sur le même moule: après avoir perdu plus de 40% en 2008 (39% pour les grandes capitalisations), les petites valeurs ont grimpé de plus de 46% l'année suivante. Leurs grandes sœurs, quant à elles, n'ont gagné « que » 29% (voir graphique 3).

Graphiques 3: En phase d'essor conjoncturel, les petites capitalisations sont généralement les locomotives du marché.

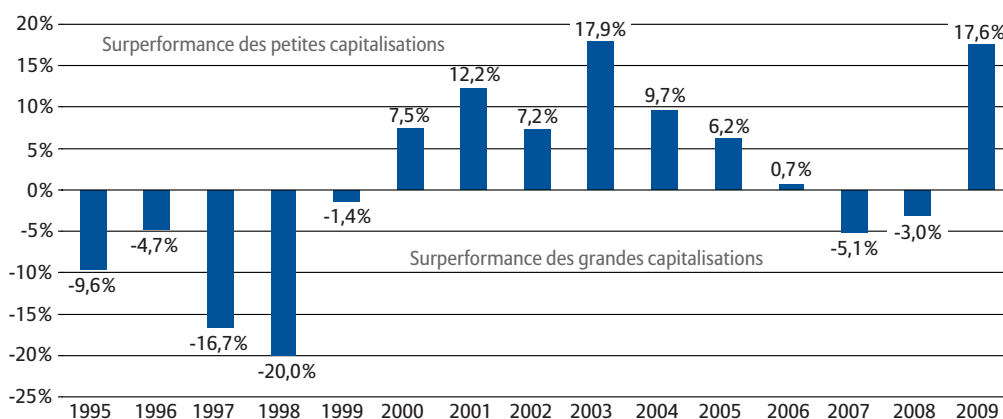
Évolution des cours des petites et grandes capitalisations depuis 1995 (en points de%)



Source: Datastream, indices MSCI Total Return; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Graphiques 4: En phase d'essor conjoncturel, les petites capitalisations sont généralement les locomotives du marché.

Sur- ou sous-performance des petites capitalisations par rapport aux grandes depuis 1995 (en points de%)



Source: Datastream, indices MSCI Total Return; Illustration: Allianz Global Investors; Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

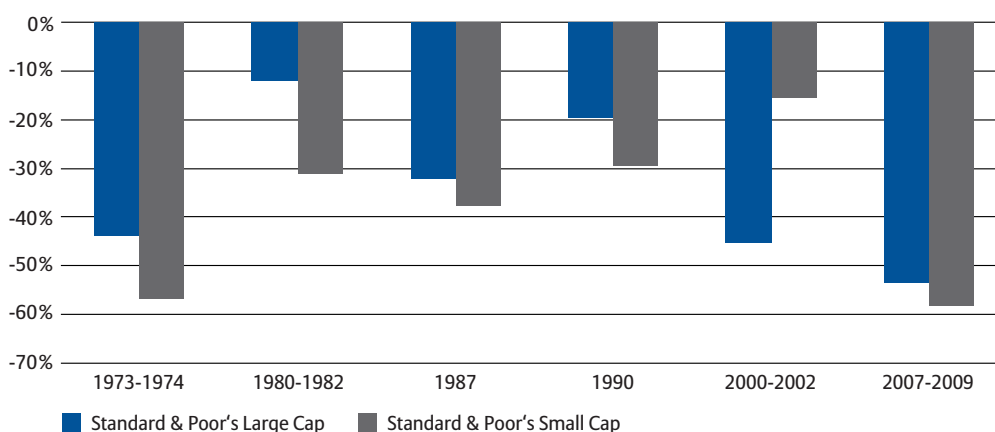
Il existe plusieurs facteurs explicatifs de cette surperformance – à qualifier au bas mot d'historique et dont on ne peut naturellement pas extrapoler l'avenir:

- Les petites et moyennes entreprises ne se trouvent souvent encore qu'au stade de la croissance. Elles sont en l'occurrence en pleine phase de conquête de leur marché avant de devenir de grandes capitalisations. Leur taux de croissance plus élevé s'exprime donc par une progression plus soutenue des bénéfices et, finalement, des cours.
- Les petites et moyennes entreprises peuvent également évoluer sur des marchés de niche rentables, sur lesquels de meilleures marges que sur des marchés matures saturés peuvent être obtenues.
- Les petites et moyennes valeurs appartiennent souvent à des entrepreneurs ou des à groupes familiaux. Leur gestion patrimoniale avisée contribue à expliquer leur croissance bénéficiaire,
- Les risques plus importants généralement inhérents à un investissement en petites capitalisations doivent se traduire par des primes de risque plus élevées, c'est-à-dire une meilleure performance.

Un regard sur les récessions passées

Les petites capitalisations perdent leur statut de locomotives de performance¹ en phases de marasme. Si l'on compare la performance des petites et des grandes valeurs américaines durant les récessions (au sens du National Bureau of Economic Research) depuis le début des années 1970, on constate que les grandes ont mieux résisté que les petites lors des six phases de récession que nous avons étudiées puisqu'elles ont essuyé des pertes moins sévères. Cette sous-performance des petites capitalisations en temps de récession s'explique, comme nous l'avons déjà évoqué, par la propension au risque fluctuante des investisseurs; leur frilosité en cas de marasme laisse en effet place à davantage d'audace durant les périodes

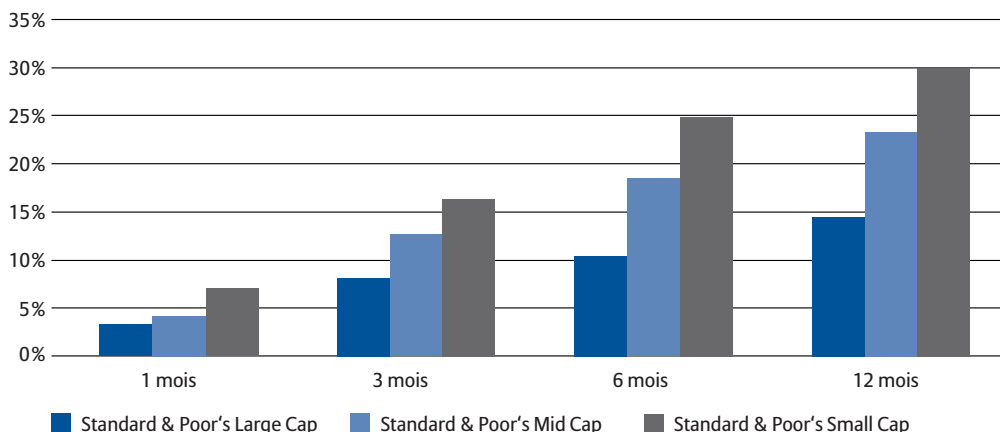
Graphique 5: Évolution des cours des petites capitalisations américaines en phase de récession¹ (du plus haut au plus bas).



Source: Datastream, indices NBER, S&P Total Return; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

¹ Sur la base des indices S&P Total Return (en USD) en raison de leur plus long historique.

Graphique 6: Performance des petites, moyennes et grandes capitalisations américaines après une récession depuis 1975.

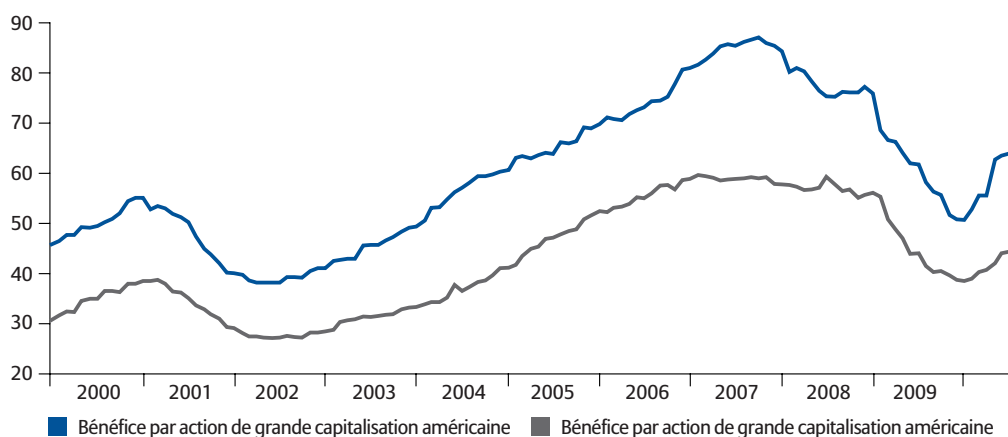


Source: Datastream, indices NBER; S&P Total Return; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

d'essor. Lors de périodes de moindre appétit pour le risque, la liquidité des titres est au cœur des préoccupations: les investisseurs privilégient les valeurs de grande capitalisation – et donc très liquides – dans la perspective de pouvoir les revendre plus vite. Les plus faibles capitalisations perdent en général du terrain dans ce contexte. Ce n'est qu'après l'éclatement de la bulle des TMT à l'aube du XXI^{ème} siècle (2000–2002) que les petites capitalisations ont pu supplanter les géantes. Elles ont en effet reculé de quelque 16% sur la période, tandis que les majors américaines allaient parfois jusqu'à plonger de 45%.

Si l'on ne se contente pas de comparer les deux styles d'investissement en phase de récession, mais que l'on jette un regard également sur les embellies conjoncturelles qui s'ensuivent, force est de reconnaître que les petites capitalisations américaines se remettent considérablement plus vite que les poids lourds du pays, que ce soit à l'échelle d'un, de trois, de six ou de douze mois. Pour parler en chiffres, il ressort que six et douze mois après une récession, les petites valeurs ont surperformé les grandes de plus de 10% par le passé (voir graphique 6).

Graphique 7: Évolution des bénéfices des petites et grandes capitalisations américaines.



Source: Datastream; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

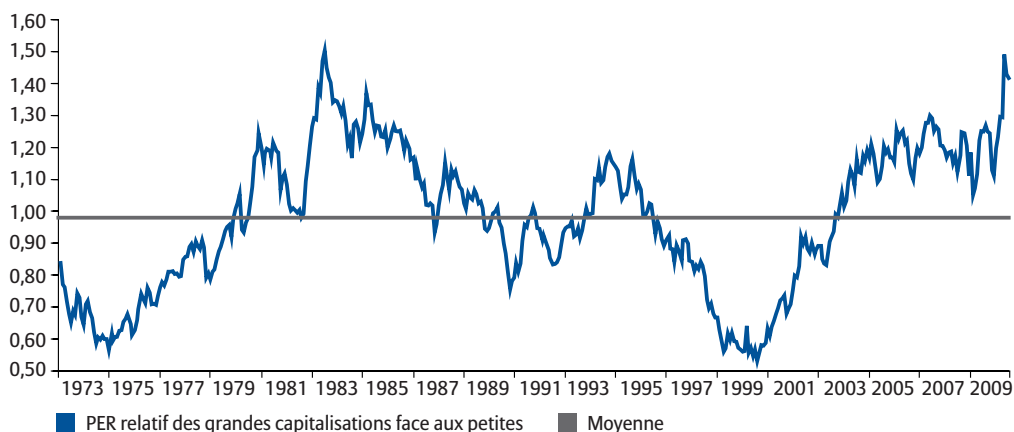
Pour résumer:

1. Lors des récessions que nous avons étudiées (1975–2009), les petites capitalisations ont généralement moins bien résisté que les grandes valeurs (voir graphique 5).
2. Elles semblent néanmoins marquer de bien meilleurs scores que les grandes et moyennes capitalisations en période d'essor conjoncturel (voir graphique 6).

Valorisations – is small beautiful ?

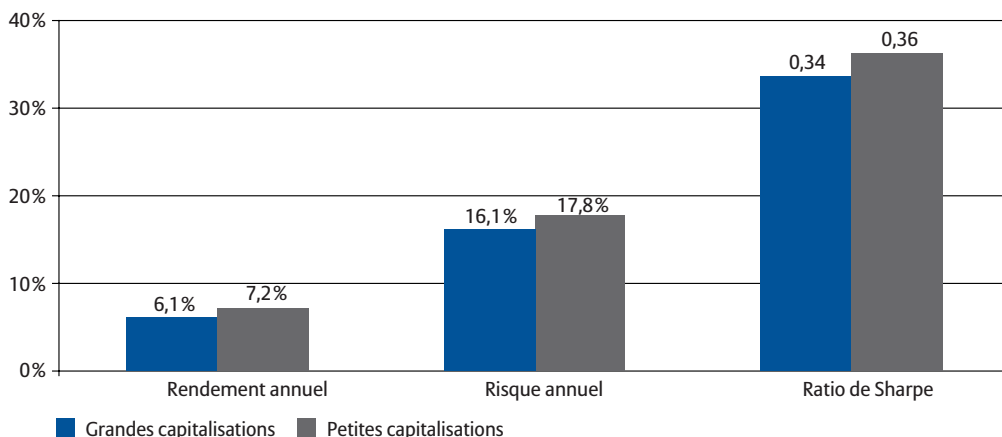
Avant d'approfondir la question de la valorisation des petites capitalisations, regardons l'évolution des bénéfices et de la rentabilité des valeurs secondaires¹ (voir graphique 7). Depuis le début de notre millénaire, les bénéfices des petites capitalisations (en USD) ont progressé de plus de 90% (contre environ 80% pour les grandes capitalisations) et ne se sont contractés que modérément en termes comparatifs durant la crise financière de 2008/2009 (35% contre environ 36% pour les poids lourds).

Graphique 8: Valorisation relative des petites capitalisations américaines face aux grandes.



Source: Datastream; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Graphique 9: Petites capitalisations: un meilleur rendement pour un plus grand risque.



Source: Datastream, indices MSCI Total Return, période de 01/1995–01/2010;
Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

La valorisation des petites valeurs peut être comparée à celle de leurs grandes sœurs à l'aide du coefficient de capitalisation des bénéfices (PER) relatif. Ce dernier compare le PER d'un segment d'investissement avec celui d'un autre segment. S'il vient à baisser, c'est que le segment porté au numérateur s'est déprécié par rapport au segment indiqué au dénominateur, et vice versa. Le recul comparativement modéré des bénéfices des petites capitalisations durant la crise financière de ces deux dernières années par rapport à l'envolée des cours observée en 2009 (voir graphique 2) laisse à penser que les valorisations, de la petite à la grande capitalisation, sont déjà ambitieuses. Comme il ressort du graphique 8, la valorisation relative des petites valeurs se trouve quelque 30% au-dessus de leur moyenne à long terme. Elles paraissent donc généreusement cotées par rapport aux grandes capitalisations.

Ce qui pourrait justifier une valorisation plus élevée des petites capitalisations:

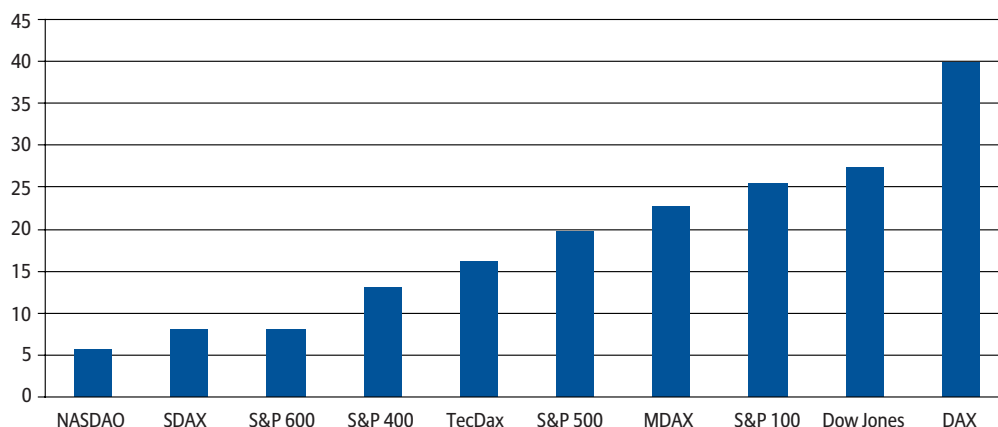
- Les petites capitalisations sont plus sensibles à la conjoncture que les grandes, d'autant que leur pondération sectorielle laisse apparaître une forte prépondérance des segments cycliques de l'économie.

- Les taux de croissance des bénéfices que peuvent enregistrer les petites et moyennes entreprises dépassent souvent le potentiel des grandes et peuvent ainsi justifier une valorisation plus élevée.
- Les petites capitalisations peuvent en outre aussi tirer parti d'opérations de fusion-acquisition.

Les arguments en faveur d'une valorisation inférieure:

- Le risque (la volatilité) des petites capitalisations doit généralement être supérieur à celui des sociétés de plus grande envergure, notamment parce qu'elles sont moins liquides que ces dernières, c'est-à-dire qu'elles sont plus difficiles à négocier que les grandes valeurs. Leurs cours sont de ce fait davantage soumis à des fluctuations. En effet, lorsque les investisseurs placent ou retirent des capitaux, ces mouvements ont des répercussions bien plus marquées sur les cours des faibles capitalisations.
- Les petites capitalisations sont également moins bien couvertes par les analyses, c'est-à-dire qu'un investissement dans des plus petites valeurs peut être sujet à davantage de

Graphique 10: Nombre moyen d'analystes par titre.



Les petites capitalisations attirent moins l'attention et peuvent ainsi contribuer à accroître la performance.

Source: Bloomberg; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

risques en raison d'une offre plus limitée en matière d'analyses et d'informations, ce qui doit se traduire par un cours et des multiples de valorisation plus faibles.

La gestion active des petites capitalisations

Les petites capitalisations peuvent contribuer à améliorer la performance à de nombreux égards:

1. Traitement de l'information

Certains opérateurs de marché disposent d'un avantage informationnel qui peut être mis à profit avant tout dans le domaine des petites capitalisations pour accroître le rendement. C'est notamment vrai lorsque certaines entreprises ne sont que peu « couvertes » par les analystes (voir graphique 10). Si ces derniers et les investisseurs professionnels sont pléthore à s'intéresser aux grandes capitalisations, les petites valeurs s'attirent bien moins d'attention. L'efficacité informationnelle est moindre. En d'autres termes, les données sur les cours se diffusent normalement moins rapidement. Un investisseur

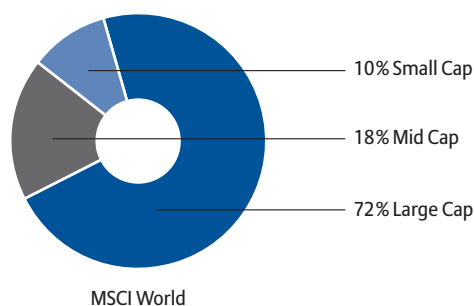
bien informé peut ainsi utiliser cet avantage informationnel pour accroître sa performance. C'est la raison pour laquelle un processus d'analyse fondamentale est particulièrement utile sur le segment des petites capitalisations puisqu'il permet de tirer parti de la moindre efficacité informationnelle et de séparer le bon grain de l'ivraie. C'est ainsi que l'on peut souvent dès aujourd'hui identifier les fleurons de demain.

2. Univers de placement

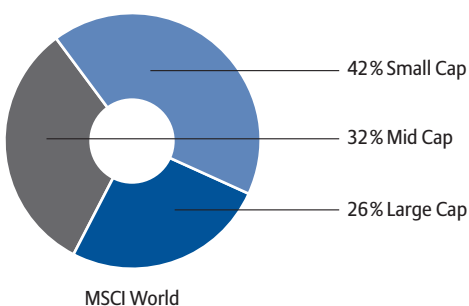
L'univers de placement des petites capitalisations est par nature plus vaste que celui des autres valeurs. La tâche n'en est que plus ardue pour le gestionnaire, qui doit décider dans quelles valeurs investir. À titre d'exemple, alors que les petites sociétés ne représentent que 10% du MSCI World en termes de capitalisation boursière (en EUR), elles en constituent 42% sur la base du simple nombre de sociétés contenu dans l'indice (capitalisations inférieures ou égales à 4 milliards d'euros). Par conséquent, la sélection rigoureuse des actions est encore plus importante pour les valeurs secondaires que pour les grandes.

Graphique 11: A L'univers de placement des petites capitalisations est nettement plus vaste.

Pondération en fonction de la capitalisation boursière des sociétés (en EUR)



Pondération en fonction du nombre de sociétés



À ce propos, voir aussi notre étude « Active Management » à la rubrique « Portfolio-Practice » à l'adresse www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse.

Source: Datastream, MSCI; Janvier 2010; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Graphique 12: Une baisse de l'aversion pour le risque est bénéfique aux petites capitalisations.



Les petites capitalisations tirent normalement mieux leur épingle du jeu que leurs grandes sœurs durant les périodes de regain d'appétit pour le risque.

Source: Datastream, indices MSCI Total Return, période de 03/2008–03/2010; Illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

3. Aversion pour le risque

Si l'on examine le graphique 12, on constate que l'aversion pour le risque n'a eu de cesse de s'apaiser depuis début 2009 et n'a repris qu'en avril 2010, sous l'impulsion des craintes relatives à l'endettement de certains États européens. Que signifie cette baisse de l'aversion pour le risque pour un investisseur en petites capitalisations ? En règle générale, les petites capitalisations tirent mieux leur épingle du jeu que leurs grandes sœurs durant les périodes de regain d'appétit pour le risque, comme c'est le cas notamment en prévision d'une reprise conjoncturelle. Pendant ces phases, les investisseurs réorientent leurs portefeuilles en faveur de catégories d'actifs plus risquées (dont notamment les petites capitalisations) afin de profiter davantage de l'embellie. À titre d'exemple, alors que l'aversion pour le risque a invariablement reculé entre l'été 2002 (VIX = 45) et début 2007 (VIX = 10), l'indice S&P Small Cap a surperformé en signant une croissance de près de 120%. Il apparaît ainsi que l'apaisement de l'aversion pour le risque des opérateurs soit synonyme de beaux jours pour les

petites valeurs. De la même manière, un repli de la propension au risque leur porte un coup plus sévère. Il est en effet possible qu'elles soient les premières à être vendues puisque les grandes capitalisations sont quant à elles plus liquides et donc plus faciles à négocier.

Conclusion

Les petites capitalisations ont déjà à leur actif un excellent cru 2009. Elles n'en restent pas moins prometteuses à bien des égards. Non seulement elles devraient tirer parti de la poursuite escomptée de l'embellie conjoncturelle, mais elles devraient continuer d'offrir à moyen terme des croissances bénéficiaires supérieures à celles des grandes valeurs.

Elles trouvent ainsi une place tout à fait légitime au sein d'un portefeuille diversifié investi en actions.

Stefan Scheurer



Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social: 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient.

La présente publication a pour seul objet de fournir à titre d'information une perspective générale de l'environnement macro économique. Par conséquent, les informations contenues dans ce document ne sont pas constitutives d'une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. La présente publication ne doit pas être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France.

Document non contractuel.

www.allianzgi.fr

Allianz Global Investors
Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financière

Hans-Jörg Naumer
Olivier Gasquet
Dennis Nacken
Stefan Scheurer

Allianz Global Investors France – Société Anonyme
20 rue Le Peletier
75444 Paris Cedex 09