

Sélection d'actions basée sur des règles comme source de plus-value

Des marchés efficaces peuvent être représentés par des instruments de placement passifs. Les marchés inefficaces requièrent un processus de sélection actif reposant sur des règles.



MARTIN GLÄSSER
Senior portfolio manager, PARSUMO Capital

Depuis le début de l'année, les investisseurs sont confrontés à des turbulences boursières. Ils recherchent des approches qui pourraient leur permettre de créer une plus-value même dans un environnement de marché dynamique. Un processus de placement discipliné est inévitable pour y parvenir mais il existe également quelques règles simples mais importantes à respecter. Tournons-nous vers le passé pour mieux comprendre: le lauréat du prix Nobel, Eugene Fama, développa en 1970 l'hypothèse d'efficacité des marchés qui considérait que les marchés financiers étaient d'une manière générale efficaces. Cela signifie que toutes les informations largement répandues sont prises en compte dans les prix du marché et qu'aucune plus-value (alpha) ne peut donc être atteinte avec des stratégies de sélection actives (en supposant que les investisseurs se comportent de manière rationnelle). En 2009, Robert Shiller, prix Nobel en sciences économiques, a contesté l'hypothèse de Fama dans son livre «Animal Spirits». Il a démontré que les acteurs du marché se comportent souvent de manière irrationnelle, qu'ils ne disposent pas de toutes les informations, qu'ils tendent à se comporter de manière grégaire et qu'ils se laissent guider par

leurs émotions, ce qui les mène à surévaluer ou à sous-évaluer les actions. Des stratégies actives de placement seraient donc préférables aux stratégies passives.

Possibilités. Il existe des segments de marché qui sont très efficaces selon la thèse de Fama. Exemples: le marché des Blue Chips américaines, représenté par l'indice S&P 500, ou les Large Caps japonaises. Le cours de l'action d'une Blue Chip américaine se rapproche donc de son évaluation correcte peu après la publication des informations-clés sur l'entreprise, sur la base des informations disponibles. Dans ces marchés, des stratégies actives permettent rarement de créer une plus-value de manière continue. Les investisseurs prudents peuvent donc se fier à des véhicules d'investissement passifs bon marché tels que les fonds cotés (Exchange Traded Funds, ETF).

Mais la thèse de Shiller est également correcte. Il existe des marchés boursiers qui sont très inefficaces bien que tous les participants du marché aient accès aux informations de l'entreprise. Il s'agit par exemple des marchés émergents ou des marchés frontières. Mais il est également possible de générer un alpha avec une sélection active d'actions dans des marchés comme ceux de la Suisse ou du reste de l'Europe via des Small et Mid Caps mais aussi, et

cela peut surprendre, via des Large Caps. Pour différencier les marchés efficaces des marchés inefficaces, pour choisir la stratégie de placement adéquate et enfin pour créer une plus-value par une sélection systématique d'actions, le degré d'efficacité de différents marchés doit pouvoir être mesuré. Cela peut être réalisé par un processus de sélection des actions actif et reposant sur des règles, tel que l'approche «Quantitative Stock Selection» (QSS) de PARSUMO. Effectuer un screening complet des informations publiques existantes sur des entreprises permet de reconnaître des inefficacités de marchés ainsi que des évaluations erronées d'actions et d'effectuer une sélection active de titres. Le modèle se base sur plus de 120 facteurs d'évaluation dont les meilleurs évaluables sont sélectionnés pour une région déterminée. Les facteurs peuvent être classés dans les catégories (Styles) suivantes: Earnings Revisions, Price Momentum, Risk, Quality, Growth et Valuation.

Efficacité. En Europe, les acteurs du marché ont tendance à acheter à long terme des actions ayant des révisions de bénéfices positives (Earnings Revisions) et à vendre des actions ayant des révisions de bénéfices négatives. Aux États-Unis, les acteurs n'agissent pas de manière aussi cohérente sur le long terme. Ils évitent souvent les actions qui surprennent positivement par leur présentation du bénéfice et préfèrent les titres qui déçoivent les analystes du point de vue des bénéfices à escompter. Pour les régions États-Unis et Europe, un portefeuille respectif est structuré. Il comporte les actions acquises ayant les meilleures révisions de bénéfices (long) et celles ayant les plus mauvaises révisions de bénéfices (short). Tous les trois mois, le portefeuille est recréé selon les derniers chiffres des prévisions de bénéfices. Les évolutions de ces portefeuilles long-short sont très différentes (voir le graphique).

«Buy on good news» – «Acheter en fon-

Faire face au nouveau régime de l'économie mondiale

L'absence de momentum qui caractérise l'environnement économique se traduit par une volatilité sensiblement plus élevée dans les marchés financiers.

CHRISTOPHE DONAY

Responsable de l'allocation d'actifs et de la recherche macroéconomique
Chef stratège et membre du Comité d'investissement
Pictet Wealth Management



tion des bonnes nouvelles», est la célèbre devise s'appliquant aux Blue Chips européennes, mais qui ne s'applique pas aux États-Unis. Le marché américain est donc plus efficace que le marché européen.

Règles. L'évaluation permettant de savoir si un segment de marché complet est efficace ou non est plus difficile à réaliser avec un Style unique ou via quelques facteurs que pour les placements financiers qui reposent sur des règles. Si, en revanche, plus de 120 facteurs provenant de 6 catégories d'évaluation différentes sont utilisés pour l'analyse, des conclusions fiables sur le degré d'efficacité d'un marché peuvent en être déduites. De plus, une diversification de l'approche de la sélection d'actions diminue non seulement la volatilité à long terme (spectre de fluctuations des cours) via différents groupes de Styles du portefeuille mais devrait également user beaucoup moins les nerfs de l'investisseur.

Une grande banque suisse fait actuellement de la publicité et fait mouche avec son slogan «les émotions, c'est très bien, mais pas pour les placements financiers». La cupidité et la panique mènent souvent à des décisions de placement irrationnelles qui ont un effet négatif sur les performances. Des approches différenciées reposant sur des règles contournent ce problème. Elles reposent ni sur les émotions, ni sur des décisions arbitraires et sont cohérentes à long terme.

Les marchés efficaces, tels que le marché des Blue Chips américaines ou japonaises peuvent être représentés par des instruments de placement passifs. Dans les marchés inefficaces, une sélection active d'actions basée sur des règles promet un meilleur succès qu'une stratégie de placement passive. Une utilisation systématique d'inefficacités des marchés et d'évaluations erronées d'actions entraîne une surperformance durable par rapport à l'indice de référence. Respecter ces règles permet de dégager une plus-value. //

Depuis mi-2015, nous assistons à un changement de régime dans l'économie mondiale, dégradant le couple rentabilité-risque pour l'investisseur. La croissance mondiale se caractérise par un manque de momentum. Les croissances des profits des entreprises sont très faibles, tant pour les grandes sociétés européennes que pour les américaines. Pire, l'ampleur des révisions à la baisse est proche de celle que l'on observe lors des récessions. De plus, des incertitudes de plus en plus marquées apparaissent quant à l'efficacité des politiques monétaires des banques centrales pour soutenir la croissance.

Désynchronisés. Les cycles économiques des principales zones (États-Unis, Europe et grands pays émergents tels que la Chine) sont désynchronisés. Plusieurs économies émergentes exportatrices de matières premières sont en récession sévère – pour la deuxième année consécutive dans le cas du Brésil –, alors que les fondamentaux dans les économies développées pointent vers une croissance résiliente, mais sans espoir d'accélération. En 2016, le produit intérieur brut réel devrait progresser de 2,0% aux États-Unis, hors inflation, tandis qu'en zone euro, il devrait légèrement accélérer à 1,8%. Dans les deux cas, la croissance sera portée par une demande intérieure soutenue. La Chine devrait atteindre la croissance ciblée par les autorités, entre 6,5% et 7%.

En réponse à des cycles économiques désynchronisés, les politiques monétaires sont elles aussi désynchronisées, ce qui les rend non-coopératives et non-homogènes. Par exemple, la Réserve fédérale (Fed) US est en mode de resserrement depuis la fin de l'année dernière, alors que la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé le 10 mars de nouvelles mesures exceptionnelles d'assouplissement (assorties d'une

nouvelle baisse des taux d'intérêt en territoire négatif), qui se rapprochent avec plusieurs mois de retard de celles de la politique monétaire de la Banque centrale du Japon (BoJ).

Les effets des politiques monétaires extrêmes pourraient se retourner contre leurs auteurs, notamment les banques centrales qui ont adopté le NIRP (negative interest rate policy): BCE, BoJ, Banque nationale danoise (DNB), Banque nationale suisse (BNS) et Banque centrale suédoise (Riksbank). Les craintes de déflation se sont ravivées par un choc potentiellement négatif sur la rentabilité des banques, men-

L'efficacité des politiques monétaires des grandes banques centrales pour soutenir la croissance semble s'amenuiser. Voire s'inverser.

çant la reprise du cycle de crédit encore fragile dans de nombreux pays, en Europe en particulier.

Ces craintes se sont manifestées violemment dans les marchés financiers. Depuis l'annonce de la BoJ du 26 janvier de porter ses taux d'intérêt à -10bp, l'indice Topix des banques affiche un recul de 10,9% au 17 mars 2016, alors que l'indice élargi est resté stable, dividendes compris. De même, depuis la décision de la BCE du 3 décembre 2015 d'abaisser ses taux de 10pb, l'indice Stoxx Europe 600 Financials a cédé 14,3% au 17 mars, contre -7,8% pour l'indice global, dividendes compris.

Négatif. L'efficacité des politiques monétaires des grandes banques centrales pour soutenir la croissance semble ainsi s'amenuiser, voire s'inverser, même si le dernier train de mesures de la BCE du 10 mars adresse en partie la problématique des taux négatifs sur la rentabilité des banques. En effet, Mario Draghi n'anticipe plus de nouvelles baisses de taux et la BCE

