

Anlagestile

In welchen Aktienmärkten lohnt sich eine aktive Titelselektion?

In effizienten Märkten lohnt sich die aktive Bewirtschaftung von Aktienportfolios nicht. Doch welche Märkte sind effizient? Die Messung der Effizienz von Aktienmärkten liefert verblüffende Resultate.

Der Entscheid, eine aktive oder eine passive Anlagestrategie zu verfolgen, ist für jeden Aktieninvestor von zentraler Bedeutung. Doch aufgrund welcher Überlegungen kann er diese Wahl treffen? Die Finanzmarkttheorie besagt, dass sich in effizienten Märkten die aktive Bewirtschaftung eines Aktienportfolios nicht lohne, da der Anleger den Markt respektive den Referenzindex nicht schlagen kann – denn in einem effizienten Markt sind sämtliche verfügbaren Informationen zu einem Unternehmen bereits im Aktienpreis berücksichtigt.

Diese auf Nobelpreisträger Eugen Fama zurückgehende Theorie der effizienten Märkte bedeutet, dass ein aktives Portfoliomanagement blos Kosten verursacht, aber keinen Mehrwert liefert. Träfe Famas Theorie für alle Aktienmärkte zu, könnten sich die Anleger darauf konzentrieren, die Kosten für das passive Management zu optimieren. So wohl private Investoren als auch Pensionskassen könnten in diesem Fall auf die aufwendige Auswahl von Vermögensverwaltern, die die beste Aktienselektion versprechen, verzichten.

Wie lässt sich Effizienz messen?

Doch Famas Effizienztheorie trifft nicht für alle Märkte zu. Es gibt auch ineffiziente Aktienmärkte, wo mit einer aktiven Portfoliobewirtschaftung durchaus eine Mehrrendite erzielt werden kann. Um den Effizienzgrad eines Markts zu messen, kann mit einem Verfahren operiert werden, das 120 Bewertungsfaktoren umfasst, die in verschiedene Kategorien (Styles) gegliedert werden. Zu diesen Styles-Gruppen gehören Valuation, Growth, Earnings Revisions, Price Momentum und andere.

Konkret werden zum Beispiel 100 Aktien in einem regionalen Markt gemäss ihrem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) eingestuft. Anschliessend wird das Portfolio 1, das die gleichgewichteten Aktien mit den tiefsten KGV umfasst, mit dem Portfolio 2, das die Aktien mit den höchsten KGV beinhaltet, über verschiedene Zeiträume verglichen. Das Portfolio 1 müsste längerfristig die bessere Wertentwicklung zeigen als das Portfolio 2, da seine Titel niedriger bewertet sind.

Doch das ist nicht immer der Fall, und es gibt Märkte, wo sich eine KGV-Strategie auch über eine längere Periode nicht auszahlt. Solche Aktienmärkte sind in Bezug auf eine KGV-Strategie effizient, sämtliche Informationen zum KGV sind bereits in den Aktienkursen eingepreist. Eine Titelselektion, die auf diesem Kriterium beruht, erzielt daher keinen Mehrwert.

Überraschend ineffizient

Um zu entscheiden, welche Märkte effizient sind und welche nicht, werden die wichtigsten Aktienmärkte anhand aller Bewertungsfaktoren analysiert. Dadurch kann bestimmt werden, wie viele der 120 Faktorstrategien für die einzelnen Märkte für den Zeitraum von 1, 5 und 25 Jahren eine signifikante Mehrrendite erzielt haben.

Die Ergebnisse dieser Effizienzgradmessung sind zum Teil verblüffend. Im Einklang mit der allgemeinen Markteinigung ist zum Beispiel das Segment der Large Caps in den USA und in Japan sehr effizient. Die Wahrscheinlichkeit, den Markt mit aktiven Strategien zu schlagen, ist unter Berücksichtigung der Transaktionskosten äusserst gering. Zu

den ineffizienten Märkten gehören die Emerging Markets und europäische Small und Mid Caps. So weit, so wenig überraschend.

Aber auch europäische und sogar Schweizer Large Caps sind ineffiziente Märkte, wo sich ein aktives Management lohnen kann – eine Erkenntnis, die viele Investoren erstaunen dürfte. Viele Pensionskassen decken das Segment der Schweizer Large Caps rein passiv ab. Dort kann jedoch mit einem disziplinierten, aktiven Investitionsansatz Mehrwert geschaffen werden.

Diskussion vor der Diskussion

Viele Pensionskassen verfolgen den Grundsatz, nur für ineffiziente Märkte aktive Investitionsansätze zu erwägen. Anlagegremien sollten sich jedoch nicht mit dieser einfachen Weichenstellung zufrieden geben. Vielmehr sollten sie zunächst diskutieren, welche Märkte sie überhaupt als effizient betrachten und welche nicht. I



Jacques E. Stauffer
CEO PARSUMO Capital AG

Styles de placement

Quels marchés boursiers se prêtent à la sélection active de titres?

Dans un marché efficace, une gestion active des portefeuilles d'actions ne rapporte rien. Mais quels marchés sont efficaces? La mesure de l'efficacité des marchés boursiers donne des résultats surprenants.

La décision d'appliquer une stratégie de placement active ou passive est cruciale pour tout investisseur en actions. Mais qu'est-ce qui peut le guider dans son choix? La théorie des marchés financiers affirme qu'il ne vaut pas la peine de gérer un portefeuille d'actions activement dans un marché efficace, car l'investisseur ne peut pas battre le marché ou l'indice de référence, étant donné que toutes les informations disponibles au sujet d'une entreprise sont déjà contenues dans le prix de l'action.

Cette théorie des marchés efficaces que l'on doit au lauréat du prix Nobel Eugene Fama signifie que dans un contexte de ce type, une gestion active engendre seulement des coûts sans générer de plus-value. Si le constat de Fama se vérifiait pour tous les marchés financiers, les investisseurs pourraient entièrement se concentrer sur l'optimisation des coûts de la gestion passive. Qu'ils soient investisseurs privés ou caisses de pensions, ils pourraient se passer du laborieux processus de chasse aux gérants de fortune promettant la sélection d'actions la plus fructueuse.

Comment mesurer l'efficacité?

Cependant, la théorie de l'efficacité de Fama ne joue pas pour tous les marchés. Il existe des marchés d'actions inefficaces où il est tout à fait possible de dégager une surperformance grâce à une gestion active du portefeuille. Le degré d'efficacité d'un marché peut se mesurer à l'aide d'un procédé basé sur 120 facteurs d'évaluation regroupés par catégories (styles) ou groupes de styles tels que Valuation, Growth, Earnings Revisions, Price Momentum et d'autres encore.

Concrètement, voilà comment on procède: on prend par exemple 100 ac-

tions d'un marché régional et on les classe en fonction de leur ratio cours-bénéfice (RCB). Ensuite, on compare sur différents laps de temps les portefeuilles 1 et 2 qui présentent la même pondération d'actions, le premier comprenant les actions avec le RCB le plus bas et le second celles avec le RCB le plus élevé. A long terme, la plus-value du portefeuille 1 devrait être supérieure à celle du portefeuille 2 puisque l'évaluation de ses titres est inférieure.

Mais c'est loin d'être toujours le cas, et il existe des marchés où la stratégie du RCB n'est pas payante même sur une période prolongée. De tels marchés sont efficaces en termes de stratégie RCB, toutes les informations concernant le RCB sont déjà intégrées dans les cours boursiers. Une sélection de titres se fondant sur ce critère ne va donc pas engendrer de plus-value.

Une inefficacité surprenante

Pour décider quels marchés sont efficaces et lesquels ne le sont pas, on analyse les principaux marchés boursiers à l'aide de tous les facteurs d'évaluation. De cette manière, on parvient à déterminer pour chaque marché combien de stratégies factorielles sur les 120 qui existent ont permis de dégager un supplément de rendement significatif sur une période de 1, 5 et 25 ans.

Les résultats obtenus par cette méthode sont parfois surprenants. Pour le segment des Large Caps aux Etats-Unis et au Japon, elle corrobore ce que l'on sait, à savoir qu'ils sont très efficaces. Les chances de battre le marché par des stratégies actives sont minimes compte tenu des coûts de transaction. Les marchés seuils et les Small et Mid Caps euro-

pénnes comptent parmi les marchés inefficaces. Jusqu'ici, pas de surprises.

Mais – et c'est là qu'une gestion active commence à devenir intéressante – les Large Caps européennes et même suisses peuvent aussi être des marchés inefficaces – un enseignement qui va surprendre plus d'un investisseur. Beaucoup de caisses de pensions reproduisent de manière exclusivement passive le segment des Large Caps suisses. En appliquant avec discipline une stratégie d'investissement actif, on peut pourtant y générer une surperformance.

Discuter avant la discussion

De nombreuses caisses de pensions ont pour principe de n'envisager une approche active que pour les marchés inefficaces. Les organes de placement ne devraient pas se contenter de cette philosophie trop réductrice mais discuter d'abord pour clarifier quels marchés sont efficaces à leurs yeux et lesquels ne le sont pas. I

Jacques E. Stauffer