

Situation des organismes de placement collectif et fonds d'investissement

Au 30 novembre 2013, le patrimoine global net des organismes de placement collectif et des fonds d'investissement spécialisés s'est élevé à EUR 2.607,728 milliards contre EUR 2.590,128 milliards au 31 octobre 2013, soit une augmentation de 0,68% sur un mois. Considéré sur la période des douze derniers mois écoulés, le volume des actifs nets est en augmentation de 10,51%.

L'industrie des OPC luxembourgeois a donc enregistré au mois de novembre une variation positive se chiffrant à EUR 17,600 milliards. Cette augmentation représente le solde des émissions nettes positives à concurrence d'EUR 10,674 milliards (+0,41%) et de l'évolution favorable des marchés financiers à concurrence d'EUR 6,926 milliards (+0,27%). Le nombre des organismes de placement collectif (OPC) et des fonds d'investissement spécialisés (FIS) pris en considération est de 3.903 par rapport à 3.890 le mois précédent.

2.530 entités ont adopté une structure à compartiments multiples ce qui représente 12.303 compartiments. En y ajoutant les 1.373 entités à structure classique, au total 13.676 entités sont actives sur la place financière.

Concernant d'une part l'impact des marchés financiers sur les OPC et FIS luxembourgeois (ci-après OPC) et d'autre part l'investissement net en capital dans ces mêmes OPC, les faits suivants sont à relever pour le mois de novembre:

Les catégories d'OPC à actions de l'Europe, des Etats-Unis et du Japon ont terminé le mois sous revue avec des gains de cours. Ce mouvement à la hausse fut principalement soutenu par une progression stable de la croissance aux Etats-Unis, le programme de mesures conjoncturelles au Japon et la continuité des mesures d'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine dans l'immédiat. Par ailleurs, les chiffres économiques de la zone euro publiés en novembre ont confirmé le retour à une croissance économique positive mais lente. L'incertitude sur les marchés boursiers dans la zone euro, mesurée par la volatilité des cours, a diminué durant la période sous revue.

Les OPC à actions de pays émergents ont globalement réalisé des pertes de cours pour le mois sous revue, ceci notamment dû à la dégradation des comptes courants de quelques pays émergents, de la dépréciation de certaines devises locales et des pressions inflationnistes qui s'intensifient dans certains pays émergents comme p. ex. le Brésil ou l'Inde.

Il importe de souligner que ces évolutions défavorables ne concernent pas l'ensemble des pays émergents: ainsi en Chine p.ex., la production industrielle, l'investissement et les ventes au détail ont poursuivi leur progression, tandis que l'inflation est restée limitée. Au mois de novembre, les catégories d'OPC à actions ont globalement affiché un investissement net en capital positif.

Concernant la catégorie d'OPC à obligations libellées en EUR, les rendements des obligations en EUR sont restés relativement stables durant le mois sous revue, malgré la décision de la Banque centrale européenne de baisser son principal taux directeur à 0,25% face à un taux d'inflation très bas dans la zone euro. En outre, une réduction des écarts de rendement des emprunts

publics a pu être observée pour la plupart des pays de la zone euro. En somme, la catégorie des OPC à obligations libellées en EUR n'a pas enregistré de variations de cours significative pour le mois de novembre.

Pour la catégorie d'OPC à obligations libellées en USD, les discussions sur la fin des mesures d'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine ainsi que des données de conjoncture robustes en provenance des Etats-Unis ont entraîné une augmentation des rendements pour les obligations libellées en USD et par conséquent des pertes de cours. De même, les anticipations sur la fin de la politique d'assouplissement monétaire aux Etats-Unis ont contribué à une augmentation des primes de risque au niveau des obligations des pays émergents.

En conséquence, la catégorie d'OPC à obligations de pays émergents a dû réaliser des pertes de cours pour le mois sous revue. Au mois de novembre, les catégories d'OPC à revenu fixe ont globalement affiché un investissement net en capital positif.

Source: CSSF

Actions européennes: L'Europe est une région attractive pour l'investissement malgré - ou en raison de - sa mauvaise image

Par Joël COPP-BARTON, Directeur Produits Actions Européennes Invesco Perpetual

Les spécialistes des actions européennes d'Invesco estiment que le moment pourrait être propice pour que les investisseurs mettent de côté leur pessimisme vis-à-vis des actions européennes.

Alors que beaucoup restent à l'écart de la classe d'actifs, de plus en plus d'indicateurs et de statistiques montrent que l'Europe est en train de franchir un cap, situation qui donne naissance à des opportunités d'investissement attrayantes en termes de titres mais aussi à l'échelle des secteurs et des pays, indique Joël Copp-Barton, Directeur Produits Actions Européennes d'Invesco Perpetual, dans un article de recherche pour l'édition du quatrième trimestre de la publication Risk

& Reward d'Invesco. «En deux mots, l'Europe est l'une des régions les moins chères dans le monde. Elle se négocie sur la base de bénéfices cycliquement faibles à des multiples historiquement intéressants», affirme Joël Copp-Barton. Comme il le souligne, le fait que la prime de risque actions reste nettement supérieure aux niveaux historiques montre que les véritables progrès accomplis ne sont guère intégrés dans les cours, ni le potentiel d'amélioration future.

«Cela passe totalement inaperçu mais beaucoup de choses sont faites pour régler les problèmes de l'Europe», ajoute-t-il. Il évoque notamment les efforts couronnés de succès visant à résoudre les problèmes les plus urgents dans les pays périphériques, les effets positifs sur la compétitivité des réformes du marché du travail et la stabilisation des conditions financières.

Selon Joël Copp-Barton, les initiatives prises par les différents gouvernements et par la BCE créent une

base solide qui pourrait permettre un processus de redressement sur plusieurs années se traduisant déjà par une amélioration de la confiance dans toute l'Europe. S'il ne table pas sur une croissance économique soutenue au cours des prochaines années, Joël Copp-Barton estime que les obstacles les plus importants disparaîtront et que les conditions financières et budgétaires très strictes de ces dernières années vont s'assouplir.

Portée par une progression de la demande intérieure et des exportations nettes, l'économie de la zone euro est sortie de six trimestres de croissance négative au deuxième trimestre. Les derniers indicateurs avancés semblent indiquer que cette embellie devrait se poursuivre aux troisième et quatrième trimestres, la croissance bénéficiaire étant susceptible de redevenir d'actualité ces douze prochains mois. Tous ces facteurs devraient favoriser un regain de confiance des investisseurs dans la classe d'actifs. «En étant moins focalisés

sur les difficultés macroéconomiques, les investisseurs devraient à nouveau privilégier la sélection des actions», précise Joël Copp-Barton. Les spécialistes des actions européennes d'Invesco Perpetual considèrent que les marchés actions européens renferment un grand nombre de sociétés solides et bien gérées, issues d'un large éventail de secteurs, qui affichent des valorisations attrayantes actuellement.

Un pessimisme moins marqué à l'égard des perspectives économiques pourrait aussi aider le marché à se détourner de secteurs jugés «sans risque», dans lesquels les valorisations apparaissent désormais élevées. Cela devrait profiter aux secteurs de rendement et cycliques que les investisseurs ont eu tendance à éviter pendant l'essentiel de la crise, comme les financières, certaines industrielles et la consommation discrétionnaire. Sur le plan géographique, Joël Copp-Barton estime que les valorisations sont plus attrayantes sur les marchés périphériques.

Can stock analysts predict performance?

Investors looking for guidance on what shares to include in their portfolio often follow recommendations by stock analysts. These stock analysts, who are usually employed by banks or brokerage firms, cover specific public companies by examining their financial statements, appraising relevant industry trends, and interviewing their management. Based on this research, they frequently publish reports that contain an extensive discussion of a company's current situation, its strategy and future prospects, including an estimate of its future earnings, and they summarize their overall evaluation of the company's stock in a specific recommendation. This recommendation can be either positive (e.g. "Buy" or "Outperform"), neutral (e.g. "Hold" or "Market Perform") or negative (e.g. "Sell" or "Underperform"). Are these recommendations made by stock analysts useful for investors? Obviously, they are only useful if investors can expect a stock with a positive recommendation to perform better than a stock with a neutral or negative recommendation.

In order to establish whether stock analysts can actually predict stock performance, we used a sample of 1000 recommendations that were published on the investment site onvista.de during the last two weeks of 2012. These recommendations were made by analysts in 124 different financial institutions, covering 555 public companies quoted in 35 stock markets (defined by a specific market index) in 18 countries.

The first interesting fact about our sample was the overall composition. Of the 1000 recommendations, more than half (557) were positive, one third (317) neutral and only one eighth (126) negative. This already raises some doubts about the value of these recommendations for an investor who seeks guidance on decisions to buy or sell specific shares. Do stock analysts operate as salespersons rather than unbiased advisors?

How do we actually establish whether a recommendation has successfully predicted stock performance or not? This is not as simple as it seems, because it is highly unlikely that the share price will have reached either an all-time high or an all-time low exactly on the date a report is published. This means that the share price will almost certainly be higher at some date in the future and lower at some other date. And this implies in turn that any recommendation, whether positive, neutral, or negative, will appear correct at some date in the future. So, unless the recommendation is made for a specific time horizon, it can always be made to appear

successful. That's why stock analysts usually do not specify the time horizon for their recommendations. In our experiment, we checked the share's performance exactly 3, 6, 9 and 12 months after the recommendation's publication. This means that for a recommendation published on the 18.12.2012, we checked the share's performance on the 18.3., 18.6., 18.9. and 18.12.2013 (or on the next working day). There is another complication, however: If a stock analyst issues a positive recommendation for a specific share and the share price actually rises by 10% within a specific period, but the relevant market index rises even more, e.g. 20%, in the same period, this can hardly be called a successful recommendation.

On the other hand, if the share recommended by the stock analyst falls by 5%, but the relevant market index declines by 10% over the same period, most investors will be satisfied with the recommendation. After all, the whole point of recommending specific shares, and of making investment decisions based on these recommendations, is to pick stocks that perform better than the market, and to avoid stocks that perform worse than the market. The relevant measure for judging the predictive success of a stock recommendation is therefore not the absolute change in the share price, but the relative change in comparison with the stock market index in which the specific share is included. In our experiment, we therefore measured the change in the share price (without dividends) minus the change in the relevant stock market (price) index, both quoted in the same currency of course.

After these clarifications, we are in a position to discuss our results. For each class of recommendations (positive, neutral, negative) and for each time horizon (3 months, 6 months, 9 months, 12 months) we calculated the best, the average, and the worst performance, always defined as share price performance relative to stock market price index.

Starting with the best performers, only the company that performed best after 3 months (NETFLIX INC. with 86% outperformance of the S&P 500 PRICE INDEX) had actually received a positive recommendation (BUY by CANTOR FITZGERALD on 17.12.2012). But the top performing company over 6 and 9 months (TESLAMOTORS INC. with 187% and 387% outperformance of the S&P COMPLETION INDEX) had received only a neutral recommendation (NEUTRAL by J.P. MORGAN on 19.12.2012). And the top performing company over 12 months (VESTAS WIND with 362% outperformance of the OMX COPENHAGEN 20 INDEX) had even received a negative recommendation (SELL by NORD-DEUTSCHE LANDESBANK on 21.12.2012).

Moving on to the worst performers, two of the companies with the lowest performance had indeed received negative recommendations (BANKIA S.A. with recommendation UNDERPERFORM by EXANE BNP PARIBAS on 19.12.2012 and -90% underperformance of the IBEX 35 INDEX after 6 months, and

PRAKTIKERAG with recommendation REDUCE by COMMERZBANK on 17.12.2012 and -108% underperformance of the CDAX INDEX after 9 months). But the other two companies with the lowest performance had actually received a positive recommendation (SAIPEM S.P.A. with recommendation OUTPERFORM by EXANE BNP PARIBAS on 17.12.2012 and -72% underperformance of the FTSE MBI INDEX after 3 months, and CODERE SA with recommendation BUY by BANCO DE SABADELL on 19.12.2012 and -118% underperformance of the IBEX SMALL CAP INDEX after 12 months). It appears that we can find companies that had received a positive recommendation both among the best and among the worst performers. From a statistical point of view, this is not surprising if we remember that the number of positive recommendations is much larger than the number of neutral or negative recommendations. Because of its larger size, the group with positive recommendations is more likely to contain extreme outliers, both positive and negative.

Of course, stock analysts are fallible humans, just like the rest of us, and it is human to make mistakes. It may be therefore misleading to look only at the most extreme cases of out- and underperformance. More relevant for our overall judgment regarding the predictive capabilities of stock analysts may be the average performance of the companies with positive, neutral, or negative recommendation. Unfortunately, the evidence is again not favorable for the analysts (see chart). Only after 12 months, the average outperformance of the positive recommendations (5.6%) is higher than the other two averages.

On the other hand, the average of the negative recommendations (4.6%) is higher than the average of the neutral recommendations (4.0%), and the difference of 1 percentage point between the positive and the negative recommendations is very small. But this is not the worst: The result for all the other time horizons (3, 6, and 9 months) is exactly the opposite of what one would expect if stock analysts could predict performance: The average outperformance of the negative recommendations is the highest (1.9%; 2.0%; 7.1%), followed by the neutral recommendations (1.3%; 1.8%; 4.9%), and the average of the positive recommendations is actually the lowest of all (0.3%; 0.4%; 3.7%). This result is really disillusioning: If we had, at the end of 2012, created a portfolio containing all stocks with a recent negative recommendation, it would have performed better (compared to the corresponding index portfolio) than similar portfolios containing all stocks with neutral or positive recommendation, at least for the first nine months of 2013.

The fact that all of the above numbers are slightly positive is explained by the mathematical truth that a share price cannot fall by more than 100%, whereas there is no such limit for share price increases, and we had actually quite a few cases of outperformance by more than 200% or even 300% in our sample. And the most extreme cases of outperformance are often found among very small companies that, due to their low

market capitalization, do not carry great weight in their respective index. But the fact that our averages are only slightly above zero shows that cases of out- and underperformance are quite evenly balanced in the sample, and this is true for all groups of recommendations – positive, neutral, and negative.

So, what does our result really mean? Can stock analysts predict outperformance only over a period of one year, but not over shorter intervals? This is not plausible at all. Even over 12 months, the average performance of the positive recommendations is hardly better than the average performance of the other ones, and the neutral recommendations perform actually worse than the negative ones. Besides, predictions are getting more, not less, difficult over a longer time horizon. We can see this in the case of macroeconomic forecasts that may have some validity for the immediate future within one year or less, but seem to be completely useless beyond that. So the predictions over less than 12 months should be better, not worse. The only plausible explanation of our result is that the recommendations made by stock analysts are completely random. This conclusion is implied by the theory for which the economist Eugene Fama just received the Nobel Prize, and it is also supported by insights of the Austrian School of Economics, in the tradition of Ludwig von Mises and Friedrich Hayek.

The randomness of stock recommendations is confirmed by a different way of looking at our sample (see chart). If we check for each recommendation whether the stock concerned actually outperformed the relevant index or not, and then calculate the percentage share of outperformers for each class of recommendations (positive, neutral, or negative), we realize that they are all close to 50%, ranging from 54% (neutral recommendations after 3 and 6 months) to 45% (negative recommendations after 12 months). This is exactly the result you would expect if stock analysts did not examine financial statements, analyze industry trends, and attend phone conferences with managers of the companies they cover, but if they just flipped coins instead. The economist Burton Malkiel was not exaggerating when he wrote in his classic *A Random Walk Down Wall Street*: "Financial forecasting appears to be a science that makes astrology look respectable."

So what should investors do? Instead of picking stocks recommended by some analyst, in the vain hope of beating the market, they should invest in low-cost index funds, and they should choose a fund or portfolio manager who helps them allocate their wealth among many different asset classes. The only feasible way to reduce the inevitable risk of investing is not prediction, but diversification. And the only certain way to improve investment returns is not to follow stock recommendations, but to lower the costs of investing.

Dr. Matthias KELM
Independent Economic Advisor
Tareno (Luxembourg) S.A.
www.tareno.lu
matthias.kelm@tareno.lu