

Les stratégies à asymétries favorables permettent de réduire le risque des portefeuilles tout en maintenant une exposition à la hausse des marchés.

L'attrait des stratégies asymétriques dans le contexte actuel des marchés



CÉDRIC KOHLER
Head of Advisory, Fundana

Pour un meilleur résultat, pensez à retirer une de vos chaussures! Ceci n'est pas un conseil pour les 23 sélectionnés de notre équipe nationale de football pour la coupe du monde mais bel et bien un conseil en investissement. Tous les jours, notre vie est influencée par des choix asymétriques. Ce sont toutes ces situations où nous avons plus à gagner qu'à perdre (asymétrie favorable) ou l'inverse (asymétrie défavorable).

LA VICTOIRE des Suisses contre l'équipe espagnole lors du mondial 2010 en Afrique du Sud est un bon exemple du premier cas de figure: ils n'avaient pratiquement rien à perdre et au contraire tout à gagner. Comme autres illustrations, nous pouvons aussi citer le billet de Lotto, qui ne coûte que quelques francs à l'achat mais peut rapporter des millions, ou encore la prime d'assurance que l'on paye volontiers pour assurer sa maison contre les risques d'incendie. Dans le deuxième cas de figure, où le risque de perte est plus grand que le gain potentiel, on trouve par exemple le vendeur d'options: il encaisse des primes (gains limités) mais prend des risques illimités en cas de retournement du marché. Reconnaître que beaucoup de nos choix sont de nature asymétrique et ensuite apprendre à les analyser peut améliorer la qualité de notre vie et aussi celle de nos portefeuilles.

EN FINANCE, ce type de configuration présentant un déséquilibre est omniprésent. Si les asymétries positives nous sont généralement familières. C'est souvent moins le cas pour les asymétries négatives. Mis à part la vente d'options, mentionnée précédemment, il existe d'autres stratégies dont le déséquilibre défavorable n'est pas forcément évident. Prenons l'exemple de l'investisseur qui achète l'obligation d'une société privée. Il est assuré, tant que l'entreprise est florissante de toucher son coupon. En revanche, en cas de défaut, il perd non seulement son coupon mais aussi tout ou partie du montant nominal. De même, pour les investissements alternatifs de type cat bonds – appelés aussi ILS pour Insurance Linked Securities – dont le rendement est assuré par les primes versées, l'équilibre peut être rompu si dans une même année se produisent un ouragan de force 5, un tsunami et un tremblement de terre. Ce déséquilibre menant à une perte significative de l'investissement de départ. Toutes les stratégies basées sur un modèle de convergence, comme par exemple le «merger arbitrage», présentent aussi des rendements asymétriques défavorables associant potentiels de gain limité et risques de perte sur une partie importante de l'investissement initial. Pour ceux qui cherchent le rapport avec la chaussure, patience nous allons y venir...

L'investisseur qui s'habitue à reconnaître ces asymétries se crée un nouveau prisme qui lui procure une meilleure compréhension des risques inhérents à ses portefeuilles et ultimement

l'aide à améliorer la qualité des rendements. A titre d'illustration, prenons les actions long/short, une stratégie très demandée en ce moment vu les valorisations actuelles du marché. Le tableau ci-dessous montre que sur les vingt dernières années cette stratégie présente, sur 5 ans roulants, un rendement positif moyen de 40% contre un rendement négatif moyen de 2%. A cette première asymétrie, s'ajoute encore la fréquence des rendements positifs et négatifs qui est respectivement de 98% et 2%.

CE DOUBLE déséquilibre favorable revient à dire qu'un gérant ayant décidé d'investir en actions long/short avec une fenêtre de cinq ans avait 98% de chance d'atteindre un rendement moyen de 40% contre 2% de chances de subir une perte de 2%! A titre de comparaison, sur la même période et toujours sur 5 ans roulants, le rendement positif moyen du MSCI World Index est de 65% alors que la perte moyenne est de 15%. En termes de fréquence, on a un rendement positif que dans 58% des cas et un rendement négatif 42% du temps. On perçoit bien ici l'un des désavantages majeurs des placements traditionnels en action «long-only» comparés à des stratégies asymétriques: non seulement le MSCI World subit des baisses plus importantes (15% contre 2%) mais de surcroît leur fréquence est beaucoup plus élevée (42% contre 2%)! La seconde partie du tableau propose d'autres stratégies avec une excellente asymétrie, comme les obligations convertibles ou le minimum variance.

A L'OPPOSÉ de la physique ou de la chimie, il n'existe que très peu de lois/principes immuables en finance. Toutefois, il existe un précepte fondamental que l'on oublie trop souvent parce que, sans doute, d'apparence trop simple. Warren Buffett le décrit à perfection: «Règle No1: ne jamais perdre de l'argent. Règle No2: ne jamais oublier la règle No1!» Pour une vision de performance à long terme, la gestion des pertes est cruciale. Faut-il rappeler qu'après une perte de 50% il faut générer une performance de 100% pour retrouver son investissement initial? C'est précisément cet écueil que les stratégies à asymétries positives permettent d'éviter: en limitant les pertes excessives, elles réduisent le risque des portefeuilles tout en leur gardant une exposition à la hausse des marchés. Certains se prétendent capables de réduire la volatilité des portefeuilles en repérant les

LES ASYMÉTRIES POSITIVES NOUS SONT GÉNÉRALEMENT FAMILIÈRES. C'EST SOUVENT MOINS LE CAS POUR LES ASYMÉTRIES NÉGATIVES.

meilleurs points d'entrée et de vente («market timing»). Malheureusement, la réalité n'est pas aussi simple. Prenons l'exemple de l'un des plus influents économistes et financiers du XX^e siècle. John Maynard Keynes, puisqu'il s'agit de lui, n'avait non seulement pas vu arriver le krach de 1929 mais personne, aujourd'hui, ne l'engagerait sur la base de son bilan d'investissement personnel fondé principalement sur le «market timing»: la période 1919 à 1945 comporte cinq années avec des baisses de plus de 30% par année. En 1929, après dix ans de gestion, ses actifs ont perdu la moitié de leurs valeurs initiales. De 1924 (fortune maximale) jusqu'à 1929 (fortune minimale), son portefeuille à cumulé une perte de 88%! Et enfin, pour arriver à un rende-

L'INVESTISSEUR QUI S'HABITUE À RECONNAÎTRE CES ASYMÉTRIES SE CRÉE UN NOUVEAU PRISME QUI LUI PROCURE UNE MEILLEURE COMPRÉHENSION DES RISQUES INHÉRENTS À SES PORTEFEUILLES.

ment annualisé de 13% en 26 ans, il lui a fallu trois années où son portefeuille était en hausse de plus de 100% par année.

Notre point de vue est le suivant: il est bien plus aisé d'utiliser des stratégies à asymétries favorables plutôt que d'essayer d'être plus malin que John Maynard Keynes.

Les asymétries sont omniprésentes en finance. La vraie gestion du risque n'est pas de savoir le niveau maximal toléré du «tracking error» que l'on attend d'un fonds, mais d'abord de comprendre si l'on a affaire à une asymétrie positive ou négative dans le but d'abord de penser à minimiser les pertes et de préserver son capital.

LE RISQUE de baisse sur les marchés n'est actuellement pas négligeable. Les problèmes fondamentaux macro-économiques ne sont pas résolus. Aux Etats-Unis, la question majeure reste comment la Fed saura gérer la baisse de son soutien à l'économie sans provoquer une correction massive sur les marchés. En Europe, la route est encore longue pour extraire les pays du sud de leur récession, chômage et crise politique. Sans parler de l'Angleterre qui médite constamment le bien-fondé de son adhésion à l'Union Européenne. Pour ce qui est du Japon, malgré la hausse des marchés l'année passée, Abe est loin d'avoir créé la croissance nécessaire pour sortir de quinze ans de déflation.

On le conçoit bien, les trimestres à venir vont être cruciaux pour la performance des prochaines années et les stratégies asymétriques seront les bienvenues.

Alors, comme il n'est pas intuitif de systématiquement chercher des asymétries positives, nous vous proposons une règle simple: lors de vos prochains comités d'investissements, retirez une de vos chaussures histoire de créer un déséquilibre et de vous rappeler de mettre des asymétries positives dans vos portefeuilles! ■

TABLEAU COMPARATIF DES RENDEMENTS CUMULÉS SUR 5 ANS ROULANTS DE 1993 À 2014

	Gain cumulé / Fréquence	Perte cumulée / Fréquence
MSCI World	+65% / 58%	-15% / 42%
Actions Long/Short	+40% / 98%	-2% / 2%
Obligations Convertibles	+38% / 94%	-5% / 6%
Minimum Variance	+38% / 100%	- / -

Les statistiques sont pour des investissements en US dollars. La période utilisée est avril 1993 – avril 2014 pour MSCI World, actions long/short, et obligations convertibles. Pour le minimum variance la période utilisée est juin 2002 – avril 2014. Pour les actions long/short, un fonds de hedge funds est utilisé afin d'éviter les biais typiques (p.ex. survivance) des indices classiques (p.ex. HFRI). Pour les obligations convertibles l'indice UBS Global Convertible Bond Index a été utilisé. Pour le minimum variance, l'indice Stoxx Global 1800 min. var. a été utilisé.

Source: UBS, Stoxx, Bloomberg, Fundana