

Analyse des pertes

Dis-moi quelles sont tes pertes, et je te dirai qui tu es



Pour de nombreux investisseurs, les pertes peuvent faire vivre un véritable ascenseur émotionnel. D'abord, une correction de -5 % peut donner l'impression d'être intéressante car elle peut être considérée comme une opportunité d'achat. À -10 %, néanmoins, l'inquiétude monte vite et la question est de savoir s'il s'agit toujours d'une opportunité d'achat ou si le moment est plutôt venu de réduire le risque. À -15 %, tous les projets d'année faste sont partis en fumée, et au-delà, l'esprit de capitulation donne généralement lieu à une importante réduction du risque car la tension est à son comble. Hélas, c'est souvent le moment où le marché atteint son plancher et commence à rebondir. En effet, pour notre génération, les marchés se sont toujours redressés. Et ces rebonds sont les plus détestés par les investisseurs à mesure qu'ils observent les marchés monter sans y être entièrement exposés, de sorte qu'ils sous-performent à la fin de l'année. Avec autant d'émotions fortes, il est facile de faire une grosse erreur et de saper un historique de performance.

Pourtant, ces pertes, aussi éprouvantes soient-elles, représentent d'excellentes occasions pour analyser vos gérants de portefeuille et affiner votre propre sélection de gérants. Chez Fundana, nous aimons dire que le suivi de nos gérants est au moins aussi important que leur évaluation

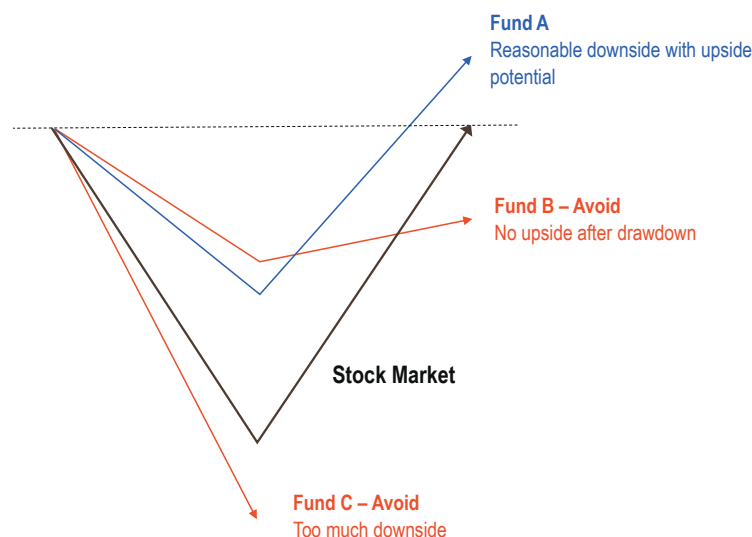
initiale. La crise du COVID-19 fournit très certainement une autre occasion de distinguer les bons des mauvais, et surtout des très mauvais.

À l'issue de dizaines d'années d'expérience dans la sélection et le suivi de gérants, nous avons mis au point un outil simple et efficace d'évaluation de la qualité des sociétés de gestion pendant les marchés baissiers. Nous l'appelons l'analyse en V, et celle-ci est illustrée dans le graphique ci-dessous.

L'objectif est de comparer les pertes du gérant par rapport au marché. Pour expliquer son concept, prenons l'exemple de gérants d'actions selon une approche fondamentale Long/Short. Même si ceux-ci sont avant tout des spécialistes de la sélection des valeurs, nous voulons nous assurer qu'ils savent également bien gérer les risques.

Sur le long terme, si les corrections de marché sont assez nombreuses, les qualités de gestion des risques deviennent aussi essentielles que celles de sélection des titres.

ANALYSE EN V



SCÉNARIO 1 – TROP DE PERTES POTENTIELLES

La première vérification consiste à voir si le gérant perd davantage que le marché pendant les périodes baissières. Le graphique ci-dessus montre que le fonds C a essuyé de plus grosses pertes que le marché. C'est déjà un mauvais signe, car les gérants d'actions Long/Short sont censés offrir une protection contre le risque de perte et contribuer ainsi à réduire la volatilité des portefeuilles. D'autre part, le fonds aura maintenant besoin de prendre plus de risque pour atteindre à nouveau son high watermark. C'est une situation plutôt dangereuse, parce qu'en cas de nouvelle baisse du marché, le fonds perdra cette fois beaucoup plus que ce dernier et se placera dans une position où il lui sera presque impossible d'effacer ses pertes. Naturellement, les produits comme le fonds C doivent être évités, même s'ils se sont redressés pendant les crises précédentes. Il se peut que son approche ait fonctionné plusieurs fois jusqu'à ce que ce ne soit plus le cas, et votre portefeuille sera alors victime d'un accident.

SCÉNARIO 2 – PAS ASSEZ DE POTENTIEL HAUSSIER

Autre caractéristique répandue, celle du fonds B, qui protège contre les pertes mais ne participe pas aux rebonds du marché. Généralement, cela survient parce que les gérants réduisent massivement le risque au pire moment, ou parce que la construction du portefeuille de positions vendeuses est inadaptée. Même si cette première protection est appréciable, les fonds de ce type finissent par sous-performer le marché à la fin de l'année et constituent des placements malavisés. La capacité à participer aux phases haussières est aussi importante que la protection contre les pertes !

SCÉNARIO 3 – LE JUSTE ÉQUILIBRE

Le fonds A incarne le type de produit qu'il faudrait toujours rechercher. Son gérant limite le potentiel baissier grâce à une construction de portefeuille robuste et une gestion des risques efficace, mais parvient aussi à capter le rebond des marchés haussiers. Comme ses pertes sont inférieures à celles du marché dans les phases de repli, tout ce dont il a besoin est de capter le rebond pour surper-



CÉDRIC KOHLER

HEAD OF ADVISORY CHEZ FUNDANA SA

FUNDANA SA

Rue Ami-Lullin 12

CH – 1211 Genève 3

Tél. : +41 22 312 50 50

Cédric Kohler, Head of Advisory :

cedric.kohler@fundana.ch

Serpil Kir Pellet, Business Development :

serpil.kirpellet@fundana.ch



WWW.FUNDANA.CH

former à l'issue du mouvement baissier. Au fil des années, nous avons constaté que les gérants les plus performants avaient tendance à réduire leurs expositions nettes et brutes quand le marché corrigeait, tout en renforçant la taille de certaines positions au cas par cas. Ce faisant, ils atténuent le risque de directionnalité et le risque de bilan si le marché se dégrade davantage, mais ils conservent un potentiel haussier suffisant avec leur concentration accrue sur une sélection de titres. En fait, ils transfèrent le risque de marché vers un risque idiosyncrasique, qui est celui que ces gérants connaissent le mieux. Car quelqu'un qui gère efficacement les risques est non seulement en mesure de réduire ces derniers, mais aussi de savoir quand il faut s'y exposer à nouveau.

Par ailleurs, un produit comme le fonds A est dans une position idéale : sa performance est en hausse sur l'année alors que celle des marchés peut être encore en baisse, et cela lui confère une grande force en démultipliant les choix d'investissement. Le gérant dispose ainsi du pouvoir d'achat qui lui permettra de profiter des opportunités actuelles du

marché, et pourra choisir quand et comment prendre des risques. Si le marché continue de se stabiliser, on peut s'attendre à des performances robustes pour le fonds, et si une nouvelle correction survient, le gérant aura quand même un avantage, car la protection dont il aura bénéficié depuis le début de l'année lui fournira davantage de pouvoir d'achat pour plus tard.

On comprend aisément que l'analyse adéquate des pertes d'un gérant ne se limite pas à l'observation de ses performances : il est nécessaire de comprendre en détail les changements effectués au sein du portefeuille au cours de la période considérée. En ne faisant qu'observer les performances, on pourrait conclure, à tort, que le gérant a bien agi, alors qu'en réalité, il a peut-être trop augmenté son exposition au risque d'un titre ou d'un secteur. D'où l'importance primordiale de disposer de ressources dédiées pour ces analyses.

L'HISTORIQUE DES PERFORMANCES COMPTE TOUJOURS

Alors que l'analyse en V ne s'intéresse qu'aux périodes de crise, l'ampleur des pertes doit aussi être mise en perspective avec la performance passée du gérant. En effet, peut-être est-il acceptable de conserver un gérant qui a perdu 8 % pendant un marché baissier si sa performance globale s'est élevée à 30 % lors du cycle précédent. En revanche, il peut être avisé de réduire son exposition à un gérant dont les pertes n'ont atteint que -5 %, mais qui n'avait gagné que 10 % avant le marché baissier. Il est également important de mettre en perspective ces pertes avec la performance anticipée pour le gérant en considération des nouvelles conditions et de son portefeuille.

CONCLUSIONS

Les pertes mettent toujours à l'épreuve les nerfs des investisseurs. Elles sont pourtant une occasion unique pour mieux comprendre vos gérants de portefeuille et leurs compétences en gestion des risques. En définitive, ces périodes doivent vous servir à affiner votre sélection des gérants et à rendre vos portefeuilles plus résistants pour l'avenir. ■