

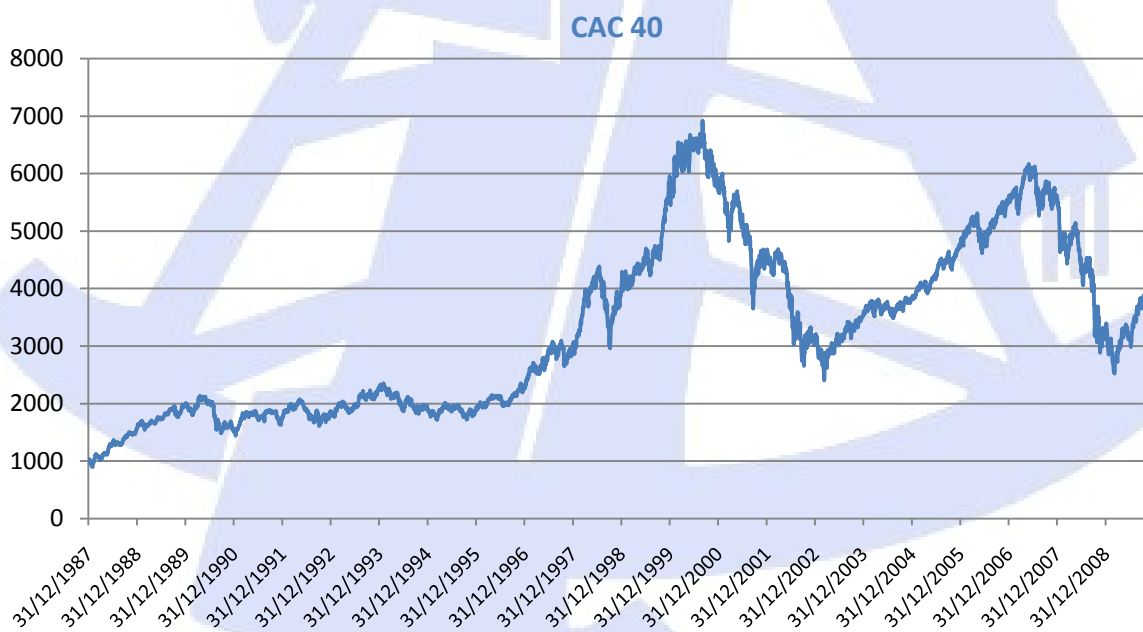
Chers Amis Investisseurs,

Après une année 2008 difficile, vos FCP Sextant à fin novembre ont regagné une bonne partie du terrain perdu avec une excellente performance. La plupart des investisseurs qui nous accordent leur confiance depuis près de huit ans ont fait leur choix entre risques et incertitudes en conservant nos fonds, et souvent en renforçant leurs positions pendant la crise financière. Nous gérons ainsi plus de 300 Millions d'euros, et avons conservé notre solidité financière et surtout notre équipe de gestion. Nous sommes sortis de la tempête mais sommes toujours dans le brouillard. Alors dans ces cas, on se retourne vers les théoriciens des marchés pour qu'ils nous expliquent ce qui s'est passé... et pourquoi ça peut se reproduire.

### La théorie déficiente des marchés

Gérer le risque, anticiper les krachs ou prévenir les bulles, les penseurs les plus avisés sont convoqués régulièrement, comme des faux témoins après un accident, pour juger des torts respectifs et faire évoluer la réglementation au nom du fameux principe de précaution.

Depuis nos premiers pas d'investisseurs, nous avons connu 6 krachs successifs sans qu'aucun d'eux n'ait une cause commune :



### Performance de l'indice CAC40 depuis sa création le 31 décembre 1987 (Source Bloomberg)

1987 : Hausse des taux - crise monétaire

1991 : Invasion du Koweït - crise politique

1998 : Crise asiatique - surendettement des grandes entreprises asiatiques endettées en dollar.

2000 : Bulle TMT - surinvestissement, crise de l'offre

2007 : Crise immobilière US. Surendettement des ménages américains

2008 : Crise bancaire. Panique générale !

Les nouvelles crises n'arrivent jamais pour les mêmes raisons, c'est pour cela qu'il ne sert à rien de se préparer pour la prochaine en regardant dans le rétroviseur. La seule trouvaille postérieure à l'effondrement des cours des actions de 2008 a été le lancement en 2009 par de nombreuses

sociétés de gestion des fameux fonds flexibles, fonds qui ont la possibilité de faire du cash quand le marché baisse. Hélas le marché a déjà baissé : exemple type d'une bonne réponse marketing à un problème qui ne se pose plus.

Pourtant il faut que le régulateur régule, avec les outils à sa disposition. Comme les outils dépendent directement de la théorie, et que la théorie ne peut mentir, on trouve des boucs émissaires : escrocs, golden boys, banquiers avides ou commissaires aux comptes complices.

Nous avons voulu nous pencher à nouveau sur la théorie dominante qui gouverne les marchés et les esprits et comprendre pourquoi de bons ouvriers peuvent avoir de mauvais outils, comme John Meriwether, un investisseur très intelligent faisant des choses très sophistiquées. En 1994 il recrute deux prix Nobel d'économie dans son hedge fund LTCM, Myron Scholes et Robert Merton, les pères fondateurs du modèle mathématique valorisant les options. Pour finalement finir dans le mur en 1998 puis à nouveau en 2009 faisant preuve d'une belle constance dans l'effort.

Que nous dit la théorie financière sur le risque et de quels outils dispose-t-on pour évaluer celui-ci ?

## LA THÉORIE : L'INVESTISSEMENT EST UNE SCIENCE

$$\sigma(R^i) = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_t^i - \bar{R}^i)^2}$$

### Définition de la volatilité historique

La théorie repose encore sur les découvertes faites dans les années 60 par Eugène Fama qui le premier développe le principe des marchés efficients : à tout moment le cours d'une action reflète l'ensemble des informations disponibles sur le marché. Les actions suivent un modèle aléatoire au gré des nouvelles informations. Il n'est pas possible de battre le marché, une gestion active est donc condamnée à faire moins bien qu'un indice selon William Sharpe (prix Nobel). L'investisseur cherche en investissant à maximiser sa performance pour un niveau de risque donné. Le risque est assimilé à la volatilité c'est-à-dire à l'écart des cours d'une action par rapport à sa moyenne. Une action qui s'écarte peu de cette moyenne n'est pas risquée alors qu'une action qui s'en écarte beaucoup est très risquée. Idem pour un fonds qui est un portefeuille d'actions. Un exemple au hasard, le fonds de Monsieur Madoff qui a affiché pendant 20 ans une des volatilités les plus basses du marché était un fonds très peu risqué. C.Q.F.D !

Tant que la science pour exister est juste plaquée sur la réalité, la réalité se rappelle à son souvenir et souvent de façon violente.

### La réalité ressemble plutôt à un champ de course :

Les questions qui reviennent le plus souvent sont simples :

1. Que va faire le CAC40 d'ici la fin de l'année ?
2. Comment voulez-vous investir avec une telle volatilité !
3. Comment expliquez-vous votre sous-performance du mois dernier ?

...ou traduit en langage de professionnels ça devient :

1. Quelle est votre anticipation de rendement sur votre classe d'actif à court terme ?
2. Comment monitoriez-vous votre tracking-error ?

### 3. Quels sont vos moteurs de performance pour générer de l'alpha ?

On hésite entre le bourgeois gentilhomme et les précieuses ridicules !

Il nous faut trouver une grille d'analyse sans doute plus psychologique que scientifique.

C'est ce que nous propose un praticien des marchés, Sir John Templeton, dont la disparition est hélas passée inaperçue dans la débâcle boursière de l'été 2008. Sir John Templeton racontait cette anecdote :

*« Contrairement aux autres professions, un investisseur prudent et sage ne peut pas se permettre de faire ce que font les autres investisseurs. Si 10 médecins vous proposent la même ordonnance, il est sage d'accepter leur prescription. De la même façon si 10 ingénieurs se mettent d'accord sur la façon de construire un pont, il est sage de se ranger à leur avis. Mais si 10 analystes vous conseillent d'acheter la même action, ce n'est probablement pas une chose à faire. Et ce n'est pas parce que les analystes sont des idiots. C'est simplement parce que s'ils sont tous en train de recommander la même société, son prix doit être proche des plus hauts. La seule raison pour laquelle elle monte c'est que le consensus l'achète. Donc si tout le monde recommande une action en particulier, il vaut mieux se tenir à l'écart ».*

Il nous introduit ainsi dans l'approche comportementale des marchés. Peut-on avoir une démarche scientifique dans une discipline où l'observateur influence le phénomène observé ? Nous avons déjà évoqué cette problématique dans notre lettre aux investisseurs d'avril 2007. Quand la valorisation des actions passe par la physique quantique...

L'autre apport nouveau dans la tentative de modélisation des marchés financiers, nous vient de Nassim Taleb et de ses prédécesseurs qui se sont penchés sur les événements hautement improbables voire quasiment impossibles qui reviennent à intervalles irréguliers sur le marché. Dans son livre intitulé « The Black Swan », il évoque l'impact qu'a pu avoir sur les esprits la découverte du premier cygne noir à l'époque où l'Ancien monde était convaincu que tous les cygnes sans exception étaient blancs.

Ce type d'événement présente trois caractéristiques : Il s'agit d'une aberration qui dépasse notre cadre de pensée. Rien dans le passé n'indique qu'il ait pu se produire et son impact en est d'autant plus fort. Enfin, notre nature humaine nous pousse à réécrire l'histoire a posteriori rendant le phénomène explicable et prévisible. Le fameux je vous l'avais bien dit !

La réalité, l'histoire, le marché ne sont pas des phénomènes continus qui suivraient une loi normale, facilement modélisable mais plutôt un long fleuve tranquille qui subit de temps à autres des soubresauts inexplicables. Nassim Taleb nous donne un exemple très concret qui nous fait passer de *Médiocristan* -lieu où la loi normale prospère- à *l'Extrémistan*, qui ressemble plus aux marchés financiers : rassemblez mille personnes choisies au hasard parmi la population et identifiez parmi elles celle qui est la plus lourde. Elle ne représentera pas plus de 0,6% de l'échantillon total. Refaites le même test en sélectionnant les individus selon leur richesse, et en ayant placé dans cet échantillon Bill Gates le fondateur de Microsoft qui pèse à lui seul 80 milliards de dollars. Quelle part de la richesse totale représenterait-il ? 99,9%.

En *Extrémistan* un seul phénomène observé peut avoir un impact disproportionné sur le tout. Vous aurez du mal à vous représenter la moyenne de n'importe quel échantillon observé puisqu'elle peut varier considérablement en fonction d'un unique phénomène observé. On retrouve les fameux événements à six écarts-type qui n'existent pas pour la loi normale et qui arrivent de temps en temps sur les marchés.

### Pourquoi avons-nous autant de mal à nous faire à l'idée que les marchés sont imprévisibles, et que tout peut arriver ?

Simplement à cause de notre façon de raisonner, de notre difficulté à réfléchir en dehors d'un cadre préétabli et rassurant. La plupart de nos raisonnements sont inductifs et s'appuient sur le passé pour prédire l'avenir. Plus les séries historiques sont longues, les faits analysés nombreux, plus notre degré de confiance augmente.

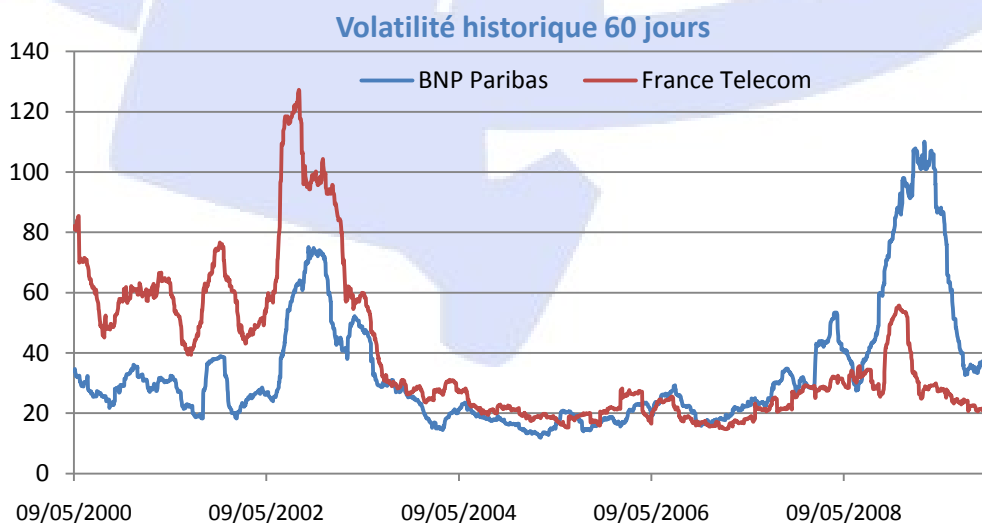
C'est le fameux paradoxe de la dinde de Noël : imaginez une dinde qui est nourrie tous les jours par un sympathique fermier. Chaque jour qui passe est l'occasion de grossir et de vérifier que l'intuition de la veille est validée. Puis arrive la veille de Noël, un événement inattendu l'amène à réviser ce qu'elle croyait être un raisonnement et qui n'était qu'une croyance : le gentil fermier lui tord le cou pour préparer un bon réveillon.

Il faut que chacun d'entre nous se résigne à être cette dinde, c'est dur pour l'égo mais c'est peut-être une condition de survie pour l'investisseur. Il est impossible de prévoir les mouvements du marché, de la même façon qu'il n'est pas possible d'écrire l'Histoire à l'avance.

### Pourquoi la définition mathématique du risque enseignée dans nos écoles et universités et utilisée au quotidien par les investisseurs ne fonctionne pas ?

Le constat simple est qu'il n'y a pas de corrélation entre la volatilité passée et la volatilité présente ou future. Dès lors, vouloir contrôler son risque en se dirigeant vers des actifs historiquement peu volatils n'est absolument pas un gage de sécurité. Un exemple simple : en 2002, un gérant prudent adepte de la théorie construisait son portefeuille efficient en privilégiant les secteurs les moins risqués : les banques et les compagnies d'assurance et en évitant soigneusement les secteurs les plus volatils : les opérateurs télécom et la technologie.

En 2007 son portefeuille efficient devait à tout prix éviter les secteurs les plus volatils, les banques et les compagnies d'assurance, pour se concentrer sur les moins volatils, la technologie et les opérateurs Télécom. Le graphe ci-dessous illustre cette situation de façon simplifiée. Il représente la volatilité historique de deux actions : BNP pour le secteur bancaire et France Télécom pour la technologie. Il confirme que le danger peut se nicher partout, se déplacer d'une action à l'autre, et surtout que le niveau absolu de volatilité peut doubler en quelques semaines sans prévenir. Contrôler le risque semble très ambitieux !



**Volatilités historiques comparées de France Télécom et BNP Paribas de 2000 à aujourd'hui (Source Bloomberg)**

Une autre approche couramment utilisée consiste à mesurer la volatilité relative d'un fonds par rapport à un indice plutôt qu'une volatilité absolue, la fameuse tracking-error. Si votre fonds s'éloigne de l'indice, il est risqué, s'il colle à l'indice vous gardez votre job et votre patron aussi ! Cette approche occulte le fait que bien souvent c'est l'indice lui-même qui est plus volatil que votre fonds.

### Pourquoi la volatilité n'est pas un bon indicateur ?

Depuis 2006 nous nous intéressons à une société canadienne d'exploration pétrolière UTS. Son point bas de volatilité proche de 35% correspondait à un point haut de valorisation proche de 6 euros. Il n'était pas très intéressant de l'acheter à l'époque. Nous estimons sa valeur d'actif proche de 4 dollars. En janvier 2009 son point haut de volatilité était proche de 176 % lorsqu'elle cotait seulement 80 cents. Personne n'avait envie d'acheter du pétrole à l'époque, c'était la fin du monde ! Nous avons commencé à initier notre investissement à 1,60 dollar nous sentant bien protégés par une valeur d'actif plus de 2 fois supérieure à notre cours d'achat. Heureusement que nous ne nous sommes pas fiés à la volatilité pour prendre notre décision. Jamais l'investissement dans UTS n'a été aussi peu risqué que quand sa volatilité était au plus haut !

À l'opposé, l'histoire financière récente nous donne des exemples d'actifs peu volatils qui se sont avérés très risqués :

Le secteur immobilier, historiquement le moins volatil est à l'origine du dernier Krach boursier. Le fonds de Monsieur Madoff précédemment évoqué se vendait bien parce qu'il était particulièrement peu volatil. Les fameuses SICAV monétaires dynamiques très peu volatiles et performantes pendant longtemps ont finalement disparu en quelques jours. Elles détenaient des portefeuilles d'obligations titrisées<sup>1</sup> invendables. Ces exemples nous introduisent dans une autre dimension du risque, le risque principal selon nous, celui qui consiste à être investi sur un actif que l'on ne comprend pas !

Pour vos fonds Sextant, si l'on suit la méthodologie des sélectionneurs de fonds, il est assez difficile de se faire une idée de la qualité de la gestion mais assez facile de se faire une idée de la robustesse de la méthode. Une illustration avec votre fonds Sextant PEA :

En 2008 Sextant PEA avec une volatilité de 28% a délivré une performance exécrable de -58%. Son ratio de Sharpe de -2,07 est très mauvais.

En 2009 Sextant PEA avec une volatilité de 24% a délivré une performance exceptionnelle de +64% à fin octobre. Son ratio de Sharpe de +2,66 est excellent.

Il s'agit pourtant du même fonds, à un an d'intervalle, et avec sensiblement les mêmes sociétés en portefeuille !

Conclusion, ne passons pas trop de temps sur la volatilité, ce n'est qu'une donnée de marché qui peut devenir une opportunité en nous permettant d'acheter pas chère une action.

Gérer le risque de façon pragmatique revient à suivre scrupuleusement deux principes :

1. N'investir que dans ce que l'on comprend
2. Ne pas payer une société au dessus de sa valeur intrinsèque.

Nous nous répétons en boucle ces deux principes depuis 2002.

Nous profitons de la proximité des fêtes de fin d'année pour vous souhaiter une bonne navigation vers des eaux tranquilles.

Votre équipage dévoué.

---

<sup>1</sup> La titrisation est une opération par laquelle on place sur le marché des actifs qui ne sont pas censés s'y trouver.