

EXEL

EXEL

Leaders

L'ESPRIT POSITIF DES MANAGERS MODERNES

40

octobre 2007

Fr. 7.-

06 Actu

Publicitaire... le pire des métiers?

36 Prévoyance

› Le troisième pilier comble les lacunes du système de **prévoyance helvétique**

› Le système suisse de prévoyance à trois «piliers» **historique et avantages**

42 Risk

Savoir gérer la prise de risque:

une compétence clé du bon manager

44 Management

Face à l'**innovation**

48 Marketing

Comment séduire les **aiguilleurs du Web**

58 Design

Tord Boontje attitude

60 Spend

Ouvertures les adresses

62 Sortir

City les bonnes adresses

64 Dormir

Ailleurs les nouvelles adresses

28 pages

FINANCE



Analyse

L'AVENIR D'UNE CRISE BOURSIÈRE

Le point avec Philippe Szokolóczy-Syllaba. p10



©Photo: François Grobet

L'AVENIR D'UNE CRISE BOURSIERE

Comment une crise apparemment limitée à un secteur spécifique a-t-elle pu s'étendre mondialement, affectant aussi bien les marchés obligataires que les actions et les hedge funds? Un tel scénario était-il prévisible? Le point avec Philippe Szokolóczy-Syllaba, fondateur de My Global Advisor, multi family office genevois spécialisé dans la gestion de fortune et l'ingénierie patrimoniale.

TEXTE › Viviane Scaramiglia

Aurait-on pu prévoir la crise et la correction des marchés de cet été?

Après coup, il est toujours plus facile d'expliquer le phénomène. On constate d'ailleurs que les explications sont généralement convergentes. Quand il s'agit de prévoir, par contre, les avis sont aussi nombreux, mais ils ne sont que rarement alignés.

Certains analystes et gérants avaient flairé la crise et s'étaient positionnés de façon à s'en

protéger, voire même de manière à en tirer profit. Ceci ne veut pas dire pour autant que cette correction était prévisible. D'abord, il est toujours très difficile de pressentir quand un événement se produira. La correction aurait très bien pu se produire en début d'année ou plus tard. Il est tout aussi malaisé d'anticiper l'amplitude d'une correction, de même que sa durée. En octobre 1987, les marchés avaient perdu près de 40% en 48

heures. Cet été, l'intensité de la crise fut moindre et répartie sur plusieurs semaines. Par ailleurs, ceux qui ont anticipé la correction de cet été ne seront peut-être pas ceux qui anticiperont la prochaine correction. Il existe toujours des optimistes et des pessimistes et les marchés donnent forcément raison aux uns ou aux autres. En revanche, il est beaucoup plus rare d'avoir raison plusieurs fois de suite.

A vous entendre on dirait que c'est un peu une loterie. A quoi servent donc les prévisions boursières?

Il convient d'avoir beaucoup d'humilité face aux marchés. Je suis de ceux qui pensent qu'il n'est pas possible de savoir ce qui va se passer sur les marchés, en tout cas pas systématiquement. Il faut se rappeler que ce ne sont pas les prévisions, mais seulement les marchés qui peuvent avoir raison. Au mieux, on peut espérer avoir raison avec eux. En début d'année, notre analyse me laissait penser qu'une correction pouvait se produire, mais nous ne savions ni quand ni de quelle amplitude. Nous étions également conscients que notre intuition pouvait nous tromper. Cette fois, nous pouvons dire que nous sommes soulagés d'avoir réduit nos positions directionnelles avant l'été, de ne pas avoir d'obligations dans nos portefeuilles, de n'avoir maintenu que très peu de levier ou d'exposition aux hedge funds d'arbitrage ou systématiques et de n'avoir aucune exposition au sub-prime. Par contre, rien ne prouve que ce soit le cas pour notre prochaine intuition.

Votre anticipation pour les mois à venir? A quand une nouvelle vague de correction? La crise est-elle terminée?

Au risque de vous décevoir, je n'en sais rien. Quand on traverse une crise de l'importance de celle de cet été, notre position est de rester sur nos gardes. Bon nombre de gérants considèrent, avec raison, qu'il faut savoir et avoir le courage de saisir l'opportunité de rentrer dans les marchés après une correction.

Nous pensons toutefois que le point le plus bas pourrait ne pas avoir encore été atteint. Nous ne serions pas surpris si cette crise du crédit débouchait sur une crise du levier, conduisant à une deuxième vague de correction. Si tel devait être le cas, je me sentirai plus à l'aise d'investir après l'assainissement ou le nettoyage qu'une deuxième correction impliquerait.

Vous utilisez systématiquement le subjonctif et paraissez très prudent dans vos prévisions.



SAGA D'UNE BOURRASQUE ESTIVALE

La question a été abondamment disséquée et traitée dans la presse spécialisée. En résumé, la politique d'octroi trop souple de crédits sans garantie, la baisse des prix du marché immobilier américain et la hausse des taux d'intérêts en 2006 ont provoqué une augmentation des défauts de paiement par les débiteurs les plus fragiles. Cette crise des crédits immobiliers à risque (sub-prime loans) aurait pu rester contenue si lesdits crédits n'avaient pas été titrisés et revendus à des hedge funds, banques et même fonds de pension partout dans le monde. La propagation de la crise provient de la difficulté à mesurer l'étendue des dégâts, en raison de la dispersion des pertes dans un grand nombre de produits dérivés ou hybrides. La valeur nette d'inventaire de certains fonds détenant cette dette repackagée a chuté entraînant une vague de rachat conduisant certains d'entre eux à fermer ou à bloquer les sorties. Il en a découlé une crise de liquidité provoquant d'importants problèmes de refinancement pour les banques au jour le jour, d'où l'intervention des banques centrales qui ont massivement injecté des liquidités dans le système à des conditions préférentielles. L'intervention des banques centrales a permis de juguler l'effet de panique et a donné l'occasion aux marchés boursiers de repartir à la hausse à partir du 17 août.

Si on savait où vont les marchés, on serait tous milliardaires. Pour ma part, je le répète, je ne suis pas du tout sûr d'avoir raison. Seul le marché a cette prérogative et j'espère simplement être du bon côté quand il nous dévoilera son scénario. N'oublions pas que quand un gérant ou un investisseur vend un titre, il y a nécessairement quelqu'un en face qui l'achète. Cela veut dire qu'il n'y aura en principe qu'un des deux qui aura pris la bonne décision.

Mais alors pourquoi produire une recherche abondante, conserver des départements entiers d'analyse financière, si leurs prévisions ne permettent pas d'anticiper les marchés?

Placeriez-vous votre argent à gérer auprès d'un établissement qui vous tiendrait le discours suivant: « Nous n'avons pas de département d'analyse financière et ne faisons pas de recherche, car il nous paraît impossible d'anticiper les marchés»? Vous ne seriez probablement pas très rassurée. Le fait est que les clients s'attendent à ce que leur conseiller financier soit capable d'anticiper les marchés. C'est une idée reçue qui a la vie dure, comme tous les lieux communs. Les gestionnaires ne souhaitent peut-être pas prendre le risque de désavouer leurs clients dans leur conviction. C'est compréhensible, bien qu'il y ait, à mon avis, une petite part d'hypocrisie à laisser penser, à grands frais, qu'il est possible d'anticiper les marchés de façon répétée. Je suis personnellement partisan de dire les choses telles qu'elles sont: on n'arrive pas à savoir de façon régulière et systématique dans le temps dans quelle direction vont aller les marchés. Ceci dit, il faut reconnaître que certains le font néanmoins mieux que d'autres et que la recherche ne sert pas seulement à anticiper les marchés.

A quoi cela sert-il de recourir aux services d'un banquier ou d'un tiers gérant?

J'ai bien conscience que mon propos a quelque chose de dissident. Mais je pense que notre industrie aurait tout à



«Par ailleurs, ceux qui ont anticipé la correction de cet été ne seront peut être pas ceux qui anticiperont la prochaine correction. Il existe toujours des optimistes et des pessimistes et les marchés donnent forcément raison aux uns ou aux autres. En revanche, il est beaucoup plus rare d'avoir raison plusieurs fois de suite»

«Je constate que de plus en plus de clients ne se retrouvent pas dans les profils définis par leurs conseillers financiers. Ils ont l'impression qu'on essaie de les mettre dans une case»

gagner à mettre en avant la principale valeur ajoutée que nous pouvons apporter à nos clients, plutôt que de leurs laisser croire que notre rôle est avant tout d'anticiper les marchés.

Selon moi, cette valeur ajoutée réside notamment dans l'élaboration de méthodes de gestion destinées précisément à pallier les aléas que comportent par définition les marchés boursiers. Ainsi, plutôt que d'essayer en priorité de les anticiper, il importe avant tout de mettre au point des méthodes permettant de minimiser les impacts que peuvent avoir les sautes d'humeur de la bourse sur les portefeuilles de nos clients.

Quelles sont ces méthodes ?

La diversification est la plus connue d'entre elles. Mettre tous ses œufs dans le même panier est la meilleure façon de gagner beaucoup d'argent quitte à assumer des risques équivalents. C'est comme tout miser sur votre chiffre fétiche au casino. Si ça marche, c'est le jackpot, mais tout est question de probabilités. En diversifiant son portefeuille, les chances de gagner beaucoup s'amenuisent, mais les risques également. Une autre méthode est l'optimisation des portefeuilles, qui consiste à assembler des portefeuilles avec des investissements décorélés les uns par rapport aux autres. Nous avons mis au point des matrices de décorrélation qui nous permettent d'analyser si l'ajout d'un fonds dans un portefeuille lui apporte une valeur ajoutée. En effet, il ne suffit pas qu'un fonds sorte du lot en raison de ses excellentes performances pour que nous décidions de l'inclure dans nos portefeuilles. S'il ne contribue pas à baisser la volatilité générale du portefeuille, tout en maintenant son objectif de performance, ou s'il ne vise pas à augmenter cet objectif de performance, tout en maintenant la volatilité globale du portefeuille, nous considérons qu'il n'apporte pas de valeur ajoutée en termes d'optimisation.

C'est comme contruire une maison: il ne suffit pas de choisir les meilleurs matériaux dans l'absolu et de les assembler. Encore faut-il qu'ils aillent les uns avec les autres et que le résultat final soit solide et harmonieux.

Il y a quand même des gérants qui sont devenus célèbres pour leurs performances exceptionnelles, comme Warren Buffet et George Soros, par exemple.

Warren Buffet, un des grands apôtres de la «value theory» ou Henry Davis, fervent défenseur de la «growth stock theory», sont d'excellents exemples pour illustrer ma théorie de la méthode. Tous deux ont fondé leur succès, non pas sur l'anticipation des mouvements de marché, mais sur la sélection d'investissements répondant à certains critères intrinsèques. Et cela, sans accorder une importance prépondérante au market timing. Le fait que les marchés montent ou descendent, et donc a fortiori la capacité d'anticiper leurs mouvements, n'avait qu'une incidence limitée sur leur décision d'acheter ou de vendre un titre. Eux aussi avaient en quelque sorte leur méthode pour ne pas être dépendants d'une décision d'anticipation des marchés.

N'oublions pas qu'une décision d'investissement basée sur une anticipation de hausse ou de correction des marchés nécessite d'avoir raison deux fois. Si l'on achète, il faut savoir anticiper la hausse, puis anticiper le moment où le marché sera au plus haut afin de revendre son investissement. Si l'on souhaite vendre une position, il faut non seulement savoir anticiper la correction, mais savoir également quand la correction touchera son point le plus bas pour pouvoir prendre la décision de réinvestir.

A défaut de prévisions sûres, mieux vaudrait donc bâtir ses portefeuilles



©Photo: François Grobet

de façon à ce qu'ils soient le moins impactés possible ?

Oui, c'est ce que j'appelle mettre l'accent sur la méthode plutôt que sur l'anticipation. L'idée générale est de mitiger l'occurrence d'un risque que l'on maîtrise mal ou plutôt de son impact sur le portefeuille. C'est certainement une gestion moins intuitive et qui convient à des investisseurs ayant un profil plus conservateur que risqué. Cela nous donne une marge de confort non négligeable en cas d'erreur, sans nous empêcher pour autant d'avoir malgré tout notre sentiment sur la direction des marchés.

Je pense également qu'une autre valeur ajoutée que notre industrie, en Suisse, a très bien su mettre en avant, c'est la qualité du service client. Il faut éviter de glisser vers la tentation d'une approche produit. Je constate effectivement que de plus en plus de clients ne se retrouvent pas dans les profils définis par leurs conseillers financiers. Ils ont l'impression qu'on essaie de les mettre dans une «case», plutôt que de partir de leurs préoccupations et de leurs spécificités pour bâtir un portefeuille à partir de ces données essentielles. **EXEL**