



Agefi Luxembourg

Date : 01/05/2017

Page : 1+5

Periodicity : Monthly

Journalist : --

Circulation : 7000

Audience : 14000

Size : 810 cm²

Advertising value equivalency : 2430,00 €



L'art de gérer le risque

Par Didier SAINT GEORGES, Managing Director et membre du Comité d'investissement, Carmignac

Le gérant d'actifs financiers possède en commun avec l'entrepreneur d'avoir les statistiques contre lui : quand le second consulte le taux de mortalité des start-ups et le premier les performances moyennes de la gestion active, ils peuvent mesurer tous deux combien leur aventure est présomptueuse.

C'est que les deux ont la conviction que l'avenir, dans l'incertitude qu'il recèle, sera certes source de difficultés et de dangers mais, pour ces raisons-là, pourra aussi s'avérer un formidable terrain de création de richesse pour qui saura bien gérer les risques.

La prise de risque est la grande difficulté de l'investissement sur les marchés financiers, comme de l'aventure entrepreneuriale. Elle leur confère aussi, à l'un comme à l'autre, leur raison d'être.

Les medias aiment pourtant rappeler que «les investisseurs n'aiment pas l'incertitude». Sont-ils dans l'erreur ? Oui et non. Même s'il n'est pas certain que tous les journalistes soient

conscients du distinguo quand ils expriment ce cliché, l'économiste américain Frank Knight expliquait dès les années vingt que l'incertitude n'est pas tout à fait la même chose que le risque. Le risque est, selon Knight, de l'incertitude qu'on parvient à quantifier.

L'incertitude relèverait du hasard, tandis que le risque relèverait du monde des probabilités, qui sont mesurables. Et dès lors qu'on parvient à mesurer l'incertitude, alors on peut l'appréhender, la dompter en lui donnant un prix, ce qui permet de l'acheter, la vendre, voire l'assurer.

L'investisseur n'aime donc l'incertitude que pour autant qu'il la transforme en risque, qu'il peut alors gérer, et non en demeurant dans la posture du héros romantique qui affronte le danger avec son courage comme seule arme.

La difficulté est que l'incertitude boursière ne se laisse pas facilement domestiquer en risque quantifiable et inoffensif. L'investisseur évolue dans un monde de probabilités souvent très peu fiables. Toute estimation de résultat, de donnée

économique est assortie d'une marge d'erreur, qui elle-même peut s'avérer mal calibrée. En matière économique, le présent est inconnu : on ne découvre qu'avec retard à combien s'élève la croissance économique ce trimestre.

Le passé lui-même est incertain : la mesure du PIB trimestriel américain est l'objet d'estimations qui peuvent être révisées trois fois avant qu'on connaisse vraiment ce que fut la réalité (il n'y a guère qu'en Chine que les autorités parviennent à couper court à toute incertitude en annonçant le rythme de croissance économique avec une grande précision, avant même qu'elle ait eu lieu...). Gérer le risque c'est ainsi naviguer dans cette contingence omniprésente, dont le chiffre est toujours éluif.

Le risque de marché prend parfois un tour plus dramatique. La flèche du temps boursier est certes ascendante à long terme. Sur les trente dernières années, l'indice actions mondial MSCI a gagné 380%.

Suite en page 5

Il est donc rationnel de parier sur l'avenir parce que, sauf exceptions, l'histoire économique du monde est faite de croissance (les Etats-Unis n'ont connu que onze récessions depuis 1945), et qu'à long terme, les marchés d'actions suivent la réalité économique.

Le problème est que les exceptions peuvent coûter très cher. Il est possible, voire facile, de perdre beaucoup en investissant sur les marchés financiers. Quand le jugement collectif s'avère soudainement très erroné, alors la correction de la perception de ce qu'est le niveau de marché correct peut être d'une grande violence. C'est ce qui se passe dans l'éclatement des fameuses « bulles boursières ».

Afficher alors une constance stoïque, les yeux fixés sur l'horizon du long terme, n'est pas la bonne solution pour l'investisseur. Car subir de plein fouet les périodes de fortes baisses grève considérablement l'accumulation de richesse à long terme. L'examen de la performance de l'indice actions américain S&P 500 sur les vingt dernières années montre que les cinq pires performances mensuelles (donc seulement 5 mois sur 240) ont retranché à l'indice la moitié de sa performance.

Et vingt-cinq ans après l'éclatement de la bulle du marché actions japonais, l'indice Nikkei est toujours 50% en dessous du niveau atteint à la fin de l'année 1989. Bien gérer l'impact de ces risques majeurs est donc décisif pour l'ambition de performance à long terme. Ces événements, heureusement, sont rares. Mais de ce fait ils échappent à toute analyse statistique fiable, et ont ainsi la mauvaise habitude de prendre les investisseurs par surprise. Par ailleurs, le démenti apporté soudainement au consensus peut n'être qu'un changement d'opinion générale, lui-même encore susceptible d'être démenti. Les fausses alertes, aller-retour de marchés violents sont légions dans l'histoire boursière.

L'année 2016 a ainsi constitué un millésime particulièrement riche dans ce domaine : à trois reprises, les événements politiques successifs du vote britannique sur le « Brexit », l'élection présidentielle américaine et le Referendum italien sur la réforme constitutionnelle ont donné au marché l'occasion de montrer son inconstance : par trois fois, les marchés se sont persuadés pendant quelques heures, voire quelques minutes, qu'ils avaient découvert la brutale réalité d'un nouveau risque, pour rapidement se convaincre du contraire. Comment dès lors bien gérer ces « Cygnes Noirs », selon l'expression popularisée par l'essayiste Nassim Taleb ? La gestion des risques « imprévisibles » consiste non pas à tenter obstinément de les prévoir, mais à se mettre en situation de pouvoir bien les gérer quand ils surviennent.

Ne pas craindre la volatilité

Les marchés sont souvent affectés de mouvements

rapides, désordonnés, sans grande ampleur ni direction claire. Cette volatilité est visiblement une expression de l'incertitude des marchés à certains moments, et elle est mesurable (on peut facilement calculer l'ampleur des variations du cours d'un actif financier). Par conséquent, elle est logiquement utilisée comme représentation du risque par les professionnels. Néanmoins, cet usage est à l'origine d'une confusion majeure dans l'esprit de beaucoup d'investisseurs. D'abord, si la volatilité représente bien une mesure de l'incertitude, elle est à tort souvent considérée comme un signal clair de danger. En matière de marchés, comme dans la vie courante, ce



qui se déplace rapidement, dans un sens et dans l'autre n'est pas nécessairement fragile. Cela peut même être le signe d'une grande souplesse, qui s'avérera plus résiliente au choc qu'un immobilisme rigide. La vie est mouvement. Demandez à Muhammed Ali, Blaise Pascal ou n'importe quel rhumatologue.

Nassim Taleb aime aussi rappeler que les revenus d'un chauffeur de taxi indépendant sont volatils, mais au moins ils ne risquent pas d'être supprimés à tout moment du fait d'un licenciement. De même un actif financier, un marché, un fonds un peu volatils peuvent très bien s'avérer robustes. A contrario, un actif financier très stable peut soudainement s'effondrer (comme les revenus réguliers d'un employé de banque peuvent disparaître sous le coup d'un licenciement), ou tout aussi bien tranquillement perdre un peu de sa valeur chaque jour, sans volatilité, et ruiner à petit feu l'épargnant qui le détient.

Imaginons un investisseur très prudent dont l'épargne serait précautionneusement investie en Emprunts d'Etat allemands. Dans un scénario de remontée lente mais inexorable des taux d'intérêts de marchés, la valeur de cet investissement déjà très peu rémunérateur pour son porteur verrait son prix s'éroder chaque jour (un actif qui verse un coupon faible a de moins en moins de valeur dans un environnement où les nouveaux emprunts émis offrent des coupons plus élevés).

L'investisseur verrait la valeur de son épargne s'évaporer lentement et sans volatilité. Cet actif stable et « sûr » pourrait aussi perdre beaucoup de sa valeur soudainement si l'environnement de taux se tendait. C'est ce qui se produisit au printemps 2015, quand beaucoup d'investisseurs européens détenaient des emprunts d'Etat du Gouvernement allemand pour ses qualités défensives. Cet emprunt offrait à ses détenteurs un rendement quasi nul, mais c'était le « prix » de la sécurité offerte par cet actif de première qualité. Au tout début du mois d'avril, une embellie des anticipations économiques européennes fit monter les taux d'intérêt dans la

zone euro. Le prix de l'Emprunt d'Etat allemand dut donc s'ajuster, et en moins de deux mois, du 20 avril au 10 juin, son prix baissa de 9%.

La valeur de l'actif stable par excellence s'avérait soudainement plus risquée qu'il y paraissait. L'épargnant investi dans les Emprunts d'Etat allemands était victime du syndrome de la dinde de Noël, citée par Nassim Taleb : chaque jour de l'année la dinde régulièrement nourrie par le fermier développe la vision d'un monde stable, calme et prévisible. Soudainement la veille du 25 décembre, elle découvre que ce calme était trompeur...

Certes, la volatilité n'est pas « souhaitable » en soit, et il ne faut pas tomber dans l'hypocrisie qui consisterait à appeler volatilité d'un fonds ce qui serait en réalité une très forte instabilité de performance, due à des erreurs de gestion ou des prises de risques excessives. Mais il demeure qu'il ne faut pas avoir peur de la volatilité en tant que telle. Au contraire, il faut même accepter que se concentrer sur la performance de moyen terme exige de s'accommoder du bruit quotidien. Il n'est pas réaliste d'espérer une forte performance de long terme sans quelques turbulences de court terme.

La première des anomalies qui aurait dû alerter les épargnants investis dans les fonds gérés par Bernard Madoff était leur très faible volatilité. Les clients de Madoff croyaient bénéficier d'une talentueuse martingale, ils n'étaient en réalité que les dernières victimes du syndrome de la dinde. La répulsion qu'inspire la volatilité, cette alternance de petites pertes et de petits gains, peut s'avérer très mauvaise conseillère.

La part du hasard

Le hasard a naturellement mauvaise presse, et n'est en effet pas un ami très fiable. Mais il faut être conscient que même les plus grandes réussites incluent presque toujours au moins une part de hasard. Le succès extraordinaire de Sergei Brin et Larry Page à la tête de Google est légitimement analysé comme le produit de leur génie visionnaire. Mais faut-il rappeler qu'un an après l'avoir fondé, ils essayèrent de vendre leur entreprise pour 1 million de dollars, sans y parvenir faute de trouver un acheteur ? La part du hasard est probablement le paramètre le plus sous-estimé dans les performances d'investissement (sauf quand il s'agit d'invoquer la malchance quand on est incapable d'assumer ses erreurs). Ce constat mène à trois recommandations essentielles pour la gestion des risques.

Ne juger la performance que sur le long terme. Sur quelques mois, voire quelques années, la chance peut facilement travestir la réalité, et convertir l'investisseur le plus irresponsable en héros de la gestion. A long terme en revanche, les coups de chance et les coups du sort finissent par s'équilibrer, et il reste ce qui appartient véritablement à la qualité du jugement. Les meilleurs gérants traversent de mauvaises années, les plus mauvais en traversent de très bonnes. C'est sur la durée que la vérité ressort. Il peut arriver à un joueur d'échecs moyen de battre le champion du monde sur une partie ou deux, à la faveur d'erreurs d'inattention. Il n'a aucune chance de le battre sur la moyenne de vingt parties. D'où le second enseignement crucial de l'existence du hasard pour la gestion des risques : il faut se concentrer sur le bien-fondé du raisonnement, et non se

contenter des premiers signes de confirmation.

L'approfondissement des arguments est ce qui permet de parvenir à des convictions solides. Et ce sont celles-ci qui permettent de tenir une position suffisamment longtemps contre l'avis du marché, jusqu'à ce que la justesse du raisonnement prévale, et que le marché s'ajuste en conséquence. En octobre 2015, l'indice actions mondial rebondissait après la correction de l'été, qui avait été provoquée par les

mauvaises statistiques économiques américaines, la dépréciation de la monnaie chinoise qu'accompagnait le ralentissement de son économie, et la première remontée des taux d'intérêts de la Fed depuis 2008. Néanmoins, bien qu'il fût battu en brèche par l'optimisme des marchés, un jugement négatif sur les marchés était parfaitement justifié, reposant sur l'aggravation de la situation chinoise, l'impact négatif sur la croissance de la politique monétaire américaine, et l'effondrement des cours du pétrole. Si le raisonnement était juste, il fallait alors avoir le cou-

rage de le maintenir.

Dès le mois de novembre les marchés en convenaient, et l'indice mondial amorçait alors une baisse de 15% jusqu'en février 2016, c'est à dire jusqu'à ce que la Chine se résigne à traiter son problème en ayant recours, comme en 2009, à un plan de relance pour stabiliser son économie. Ce qui est souvent perçu comme «courage» dans la gestion des risques n'est au fond ni plus ni moins que l'accent mis sur la primauté des convictions bien étayées, qui permet la patience et la résistance à la pression, et sur une grande méfiance à l'égard les biais de confirmation et de causalité.

La lucidité sur ces biais permet enfin de s'approprier la troisième recommandation, qui est de se méfier comme de la peste de l'excès de confiance. La focalisation sur le succès de court terme, plutôt que sur la justesse du raisonnement, encourage à poursuivre, à extrapoler «ce qui a marché», à croi-

re à son «sentiment», au fond à se fier de plus en plus à son intuition. On ne compte plus les investisseurs qui, après avoir brillé en surfant sur les bulles boursières, ont été littéralement ruinés au moment de leur éclatement.

De la même manière, si vous êtes parvenu à éviter de subir de lourdes pertes pendant l'effondrement des marchés à la fin de l'année 2008 parce que vous étiez depuis des années convaincu que le monde occidental était condamné à l'implosion sous le poids du surendettement, la «chance» vous a finalement souri. Mais cette performance risque fortement de vous avoir rendu incapable de vous réexposer à partir du mois de mars 2009 et de profiter du rebond de 70% des marchés actions le restant de l'année.

Didier SAINT GEORGES,
Managing Director et membre du Comité d'investissement,
Carmignac

