

market

LE MEDIA SUISSE DES HIGH NET WORTH INDIVIDUALS

FINANCE
GUERRE DES MONNAIES
OU GUERRE DE LIQUIDITÉS?

GOVERNANCE

FUSION BANCAIRE :
UN EXERCICE
COMPLEXE

INVITÉE

DOMINIQUE
BRUSTLEIN-BOBST

ISR

LE POIDS DE
LA GOUVERNANCE

MARCHÉ DE L'ART

LES ARTISTES
SUD-AFRICAINS
ONT LA COTE

MEDTECH

DONNER UNE 2^E VIE
AUX ANTIBIOTIQUES

INDEX

PHILANTHROPIE :
12 ACTEURS
D'INFLUENCE



15 CHF

GÉOPOLITIQUE(S)

GUERRE DE SYRIE : LA FIN
DE LA DOCTRINE OBAMA



26

9 771661 934966

LA COUVERTURE DE DEVISES, UN MUST DE LA GESTION ACTIF-PASSIF

Interview croisée avec FRANÇOIS MOLLAT DU JOURDIN (FMJ), associé fondateur de MJ & Cie¹ et SÉBASTIEN ROUZAIRE (SR), associé fondateur de KERIUS Finance².

LES DEVISES SONT ACTUELLEMENT TRÈS VOLATILES. LA GESTION DE CES RISQUES EST IMPÉRATIVE POUR ÉVITER DE FORTS IMPACTS SUR LES PERFORMANCES.

market : Comment analysez-vous le contexte actuel ?

FMJ : Inflation et taux nuls, croissance incertaine (mais peut-être meilleure qu'imaginée en Europe), secousses liées à des anticipations – exagérées ? – sur un ralentissement chinois, chute des matières premières dont l'impact est lourd pour de nombreux pays émergents, dont les devises ont dévissé, hésitations de FED, affaire Volkswagen qui jette une ombre sur l'industrie automobile, bref un contexte complexe, dans une ambiance géopolitique agitée. Un cocktail qui incite à la prudence mais pas à l'immobilisme !

SR : Dans ce contexte agité sur tous les plans, économiques, financiers et géopolitiques, l'interventionnisme des banques centrales avec des méthodes dont on ne connaît pas les conséquences à terme sur l'économie et l'inflation ne peut qu'entretenir la volatilité des marchés ces prochains mois. Sans parler d'El Niño qui revient avec une puissance inégalée depuis les années 1950 et qui pourrait déstabiliser certains pays producteurs de matières premières et d'énergie, et par conséquent leurs devises. Il faut donc être très vigilant et anticiper au maximum les scénarios défavorables pour s'en prémunir, ou tout au moins ne pas être surpris s'ils se produisent.

m : Considérez-vous les devises comme des classes d'actifs ?



François Mollat du Jourdin (FMJ)

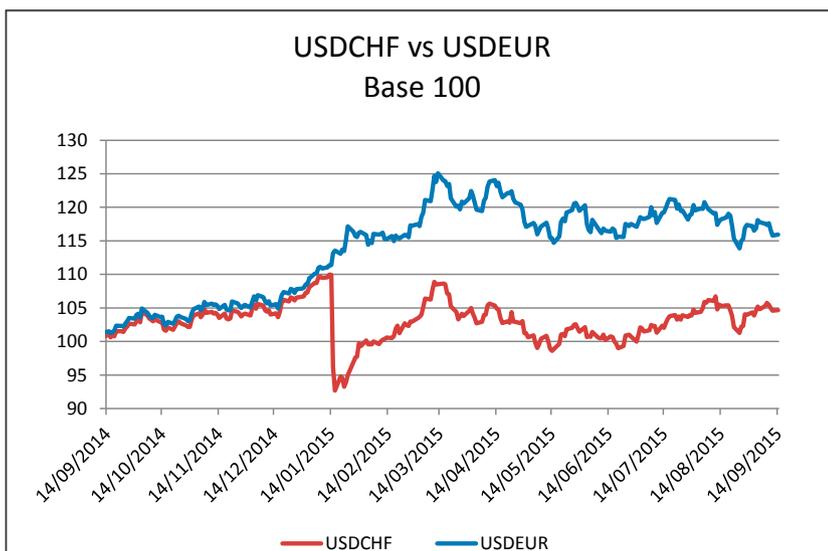
FMJ : Non, pas comme une classe d'actifs au sens utilisé par les asset managers, mais comme un outil de diversification complémentaire, dans une logique de protection du patrimoine des familles. C'est bien évidemment un élément de risque qu'il convient de prendre en considération systématiquement dans une allocation stratégique et tactique. Allocation stratégique qui peut néanmoins être bâtie sur des hypothèses de diversification géographique et devises pour le long terme, poches au sein desquelles des allocations diversifiées (actions, obligations, etc.) pourront être mises en place.

SR : Nous avons la même approche, car nous travaillons avec nos clients sur des objectifs de type assurance, sans se baser sur des prévisions, mais plutôt sur des combinaisons d'objectifs de protection minimale et performance cible. Il faut pour cela bien distinguer les niveaux souhaités de sécurité, de liquidité et de performance, car ces critères doivent être priorités.

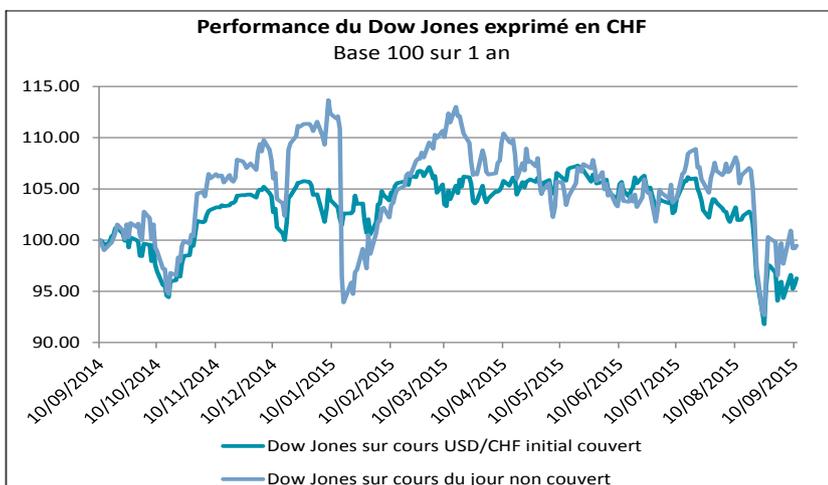
m : Avant de parler de gestion des risques, comment définissez-vous l'ALM ?

FMJ : La gestion actif-passif répond au besoin impératif de déterminer les charges futures de nos clients : train de vie, fiscalité, engagements (crédits, investissements, engagements d'investissement dans le private equity, etc.), sur des horizons de court, moyen et long terme et partant, de s'assurer que la stratégie mise en place et les risques pris ne mettront pas en danger la capacité à y faire face.

LE RISQUE DE LA NON COUVERTURE DEVISES



IMPACT DES FLUCTUATIONS DE CHANGE SUR LA VOLATILITÉ ET LA PERFORMANCE D'UN INDICE BOURSIER



Les risques liés à la devise sont trop souvent sous-estimés, peu ou mal gérés, ou a posteriori, après la survenance d'un choc, comme par exemple celui du 15 janvier (voir graphique 1). L'expérience tend aussi à démontrer que les prévisions en matière de devise demeurent extrêmement aléatoires.

Il faut donc isoler la performance réelle attendue d'un placement, dans sa devise d'origine, de la performance globale impactée par les fluctuations des devises sur la période. Les produits de placement en USD ont logiquement bien performé depuis près d'un an, mais qu'en est-il hors gains de change (voir graphique 2) ? Du 1^{er} janvier au 31 août 2015, l'indice DJ perd 7,3% exprimé en dollar US, mais 9,8% exprimé en franc suisse (sans couverture de la parité), du fait de la baisse du dollar contre le franc suisse sur la période, de 0,994 à 0,967. Ces fluctuations avaient-elles été prises en compte dans l'évaluation des attentes de rendement des placements ? Quelle stratégie adopter pour sécuriser une surperformance liée à une devise ?

SR : Effectivement, il est dommage de voir parfois des performances de gestion dégradées par des risques non suivis ou mal identifiés. Des protections totales ou partielles, courtes ou longues, statiques ou dynamiques, sont possibles pour les adapter au profil et aux objectifs de l'investisseur et du sous-jacent.

- 1) Multi Family Office indépendant créé en 2001, établi à Genève et Paris, MJ & Cie intervient comme coordinateur de grands patrimoines, en partenariat avec les prestataires de ses clients (gérants, banques, avocats, experts...), couvrant ainsi le conseil en investissements, la structuration, l'administration et l'accompagnement de la famille (éducation, gouvernance, philanthropie).
- 2) Cabinet de conseil indépendant établi à Genève et Paris, spécialisé en gestion et couverture des risques de marché, gestion de trésorerie et tous produits dérivés. KERIUS Finance intervient auprès d'entreprises privées et publiques, de Family Offices, de sociétés foncières et de fonds d'investissement.



Sébastien Rouzaire (SR)

m : Quelles sont les différentes stratégies de gestion des risques de change ?

SR : Plusieurs approches sont possibles. D'une part, les stratégies dites « directionnelles », qui consistent à prendre des positions en fonction d'anticipations. C'est une approche aléatoire que nous ne recommandons pas à nos clients. D'autre part, une approche de couverture, avec un objectif de protection d'un risque identifié, que nous privilégions pour nos clients family-offices, dirigeants d'entreprises ou de fonds d'investissements. Cela nécessite de prendre le temps de réaliser un diagnostic des enjeux et de formaliser les objectifs de gestion sur différents horizons, afin d'identifier la stratégie de couverture idoine.

À titre illustratif, les entreprises ne peuvent plus faire l'économie d'une analyse approfondie des conséquences des risques de change dans le cas de scénarios défavorables très significatifs (+/-20% sur 12 mois par exemple). Or, il existe beaucoup de risques de change négligés, par exemple des frais de siège en francs suisses pour une activité libellée en

dollars ou euros (sociétés de trading, PME pharmaceutiques), ou encore des contrats en francs indexés sur l'euro ou des facturations en CHF à des parties tierces, qui demanderont logiquement des baisses de prix en cas de hausse du franc.

L'organisation doit se poser plusieurs questions : sur quelles devises suis-je engagée, quels enjeux en cas de forte variation défavorable, quelle couverture naturelle (adossement entre actifs et passifs sur différents horizons), quelles indexations ou modifications des besoins en cas de forte variation des changes, quel horizon de couverture serait utile (en fonction du délai nécessaire pour encaisser les chocs), etc. ? De la réponse à ces questions doit normalement émerger une stratégie de couverture idoine.

FMJ : La méthode pour un grand patrimoine privé sera relativement similaire sur les questionnements à passer en revue afin d'identifier les risques liés à la constitution et à l'exposition devise du patrimoine par rapport aux engagements existants ou futurs. De là devra découler le choix de stratégies de couverture. Cela est particulièrement important pour les passifs, surtout lorsqu'ils sont libellés dans une devise différente de celle de référence ou de celle de l'actif sous-jacent que le passif a servi à financer.

m : Quelles sont les différentes techniques de couverture ?

SR : Une chose est certaine, une couverture n'est pas forcément chère. L'innovation et l'offre en matière de techniques de couverture ont permis de développer un marché compétitif, où l'on peut trouver des solutions, des plus simples aux plus complexes, des moins onéreuses aux plus chères. Cela va des produits simples (couvertures à terme et options), aux plus complexes (stratégies optionnelles à accumulateurs ou barrières), voire très structurés (combinaisons de produits complexes ou multi-devises, ou avec des clauses d'annulation). À mon sens, la complexité d'une stratégie doit répondre, en miroir, à la complexité d'une problématique pour la neutraliser, et à un enjeu bien compris. Sinon elle crée des risques supplémentaires qui peuvent être néfastes s'ils ne sont pas bien suivis.

FMJ : Les réponses sont aussi nombreuses que les situations. Aussi est-il indispensable, en tant que family office, chef d'orchestre global des grands patrimoines privés, de s'adjoindre la collaboration de spécialistes qui pourront accompagner la réflexion de couverture. Ainsi, cela peut aller de l'achat pur et simple d'une position devise au comptant pour faire face à des engagements futurs (par exemple des engagements d'investissement dans le private equity en USD) à des couvertures pour des investissements en devise dans un portefeuille pour lequel on ne souhaite pas porter ce risque.

m : Peut-on encore parler de risques de taux d'intérêt dans ce contexte de taux quasi nuls ou négatifs dans de nombreuses devises ?

FMJ : Bien évidemment. Entre autres sur les passifs à long terme (financements d'immobiliers ou d'actifs réels longs) qui peuvent être exposés à une remontée de taux. Mais également sur les actifs, où l'on voit que les taux peuvent aller en territoire négatif. Et sur les stratégies de levier, dont le spread de taux entre actif et passif, peut, plus que jamais, basculer en territoire négatif. Et enfin, parce que ce n'est pas tant le niveau nominal des taux qui impactera les résultats que leur variation relative.

SR : Le risque existe toujours quel que soit le niveau des taux. C'est la variation potentielle qui constitue le risque. Sur le dollar US, les taux oscillent autour de 1,5 ou 2 % selon les maturités et varient au gré des rumeurs sur la FED. Sur le franc suisse et dans une moindre mesure sur l'euro, les taux sont négatifs sur la partie courte de la courbe. Cela crée de nouvelles problématiques en lien avec

les clauses des contrats de financements. Les banques et investisseurs refusent généralement de payer des intérêts à leurs débiteurs, c'est-à-dire qu'ils considèrent que l'indice Libor ou Euribor bénéficie d'un plancher à 0 %, alors que leur contrat ne leur permet parfois pas d'agir ainsi. Des situations juridiquement et comptablement complexes se font jour, et l'emprunteur ne sait plus forcément quel profil de risque il subit et quelles couvertures utiliser, car la banque n'applique pas forcément le contrat signé. Et même si le contrat est clair, les swaps de taux d'intérêt classiques ne sont pas forcément adaptés à ce scénario de plancher sur indice. Il faut par conséquent les structurer spécifiquement pour cette situation induite par la modification du financement. Les produits optionnels sont également utiles dans cette configuration nouvelle. ■

Swiss Board Institute

En partenariat avec



Journée du Conseil d'administration

Lausanne, le 4 février 2016

8h45 - 17h00 à l'IMD Business School, auditoire M100, Maersk Building, Chemin de Bellerive 34, 1003 Lausanne

Programme

Actualités

La culture de l'innovation: quel rôle pour le Conseil d'administration, quelles clés vis-à-vis d'un monde qui change?

Laurent Haug, *Entrepreneur et investisseur, Anthemis / MKS Alternative Investments*

Compétitivité suisse: succès présents, dangers futurs. Quelques réflexions à l'attention des conseils d'administration

Pascal Broulis, *Conseiller d'Etat, Chef du Département des finances et des relations extérieures*
Modératrice: Irma Danon, Journaliste

Les fondamentaux du Conseil d'administration

Penser ou repenser sa stratégie: une fonction vitale du Conseil d'administration

Patrick Odier, *Président de l'Association suisse des banquiers (ASB)*
 Daniel Bloch, *PDG de Chocolats Camille Bloch SA*
Modérateur: Cyril Bouquet, Professeur de Stratégie et Innovation à l'IMD

Président et Membre de Conseil d'administration: des rôles différents

Jean-Pierre Roth, *Président Banque Cantonale de Genève*
Modératrice: Estelle Métayer, Présidente Competia, Administratrice indépendante Ubisoft

L'administrateur d'une entreprise publique: un administrateur particulier?

Pierre Maudet, *Conseiller d'Etat, chargé du Département de la sécurité et de l'économie (DES)*

Risques et crises: le rôle du Conseil

Le rôle du Conseil d'administration dans la gestion des risques

Andreas von Planta, *Docteur en droit, avocat*

Le rôle du Conseil d'administration dans la gestion de crise

Peter Brabeck, *Président du Conseil d'administration Nestlé S.A.*
Modératrice: Marie-Noëlle Zen-Ruffinen, Tavernier Tschanz, Université de Genève, Fondation Swiss Board Institute

Cette Journée s'adresse aux membres de conseils d'administration et de directions générales d'entreprises cotées et non cotées de Suisse Romande.

Informations et inscription: www.swissboardinstitute.ch

Avec **market** magazine