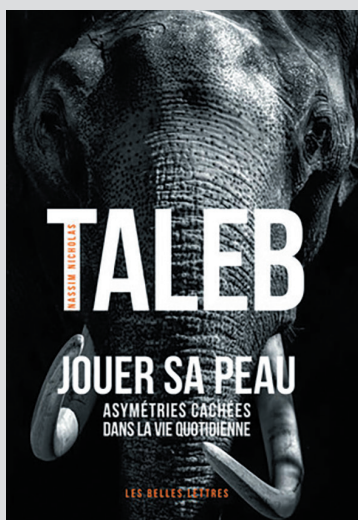


LA LETTRE DE LA BANQUE DELUBAC & CIE



Jouer sa peau avec N. N. Taleb

Nassim Nicholas Taleb s'est fait mondialement connaître avec *Le Cygne noir* (2008, Les Belles Lettres), un essai sur les risques extrêmes. Il vient de publier, en janvier 2018, *Jouer sa peau* (*Skin in the Game*), qui présente d'intéressantes réflexions pour l'investisseur et sur la notion de responsabilité.

Taleb commence par dénoncer ce qu'il appelle le transfert de risque « à la Bob Rubin », c'est-à-dire le fait d'être gagnant sans jamais prendre de risque en cas de perte. C'est un peu le « pile je gagne, face tu perds » :

Qu'est-ce qu'un transfert de risque « à la Bob Rubin » ? Robert Rubin, ancien Secrétaire d'État au Trésor américain, toucha 100 millions de dollars de primes de Citibank au cours de la décennie précédant le krach de 2008. Quand la banque, littéralement insolvable, fut sauvée par le contribuable, il ne fit aucun chèque, il invoqua l'incertitude comme excuse.

Ce type de comportement est bien sûr destructeur pour l'économie, mais aussi, plus profondément, pour la façon dont les gens perçoivent le système économique :

Mais la plus grande victime [de ce transfert de risque « à la Bob Rubin »] fut l'économie de marché, car le public, déjà enclin à haïr les financiers, se mit à confondre économie de marché et forme de corruption et de favoritisme de haute volée, alors qu'en fait, c'est exactement le contraire : ce sont les gouvernements qui rendent de telles situations possibles via les mécanismes de sauvetage financiers. Pas seulement via les mécanismes financiers : l'intervention du gouvernement en général a tendance à éliminer la notion de *skin in the game*.

Le fait de « jouer sa peau » nous responsabilise, ce mécanisme est nécessaire, sinon tout se délite. À l'époque du roi de Babylone Hammurabi, vers 1750 avant notre ère dans la Mésopotamie antique, le code des lois (que l'on peut voir au Musée du Louvre, c'en est l'une des pièces majeures) stipule que « Si un maçon construit une maison et que la maison s'effondre et provoque la mort de son propriétaire, le maçon sera mis à mort. » C'était la loi du talion qui régnait alors, depuis d'autres commandements plus humains sont venus (« Ne fais pas à autrui ce que tu ne voudrais pas qu'il te fasse. »), mais en posant toujours au centre la responsabilité individuelle, ce que Taleb appelle la « symétrie morale ».

A contrario, une des meilleures façons de se soustraire à ses responsabilités consiste à se retrancher derrière des procédures et des réglementations, l'irresponsabilité rime souvent avec la complexité :

En fait jouer sa peau apporte de la simplicité - la simplicité désarmante des choses bien faites. Un système bureaucraté ira en se complexifiant à cause de l'intervention de ceux qui vendent des solutions compliquées parce c'est ce que leur position et leur formation incite à faire.

Les choses conçues par les gens qui ne risquent pas leur peau ont tendance à se complexifier (avant l'effondrement final).

Pour résumer :

La bureaucratie est un mécanisme par lequel une personne est confortablement coupée des conséquences de ses actes.

Comme leçon de vie en général, mais aussi lorsqu'on gère ses actifs, un portefeuille, Taleb défend l'idée qu'il importe d'abord et avant tout de survivre :

La survie est ce qu'il y a de plus important, puis la vérité, la compréhension et la science.

En d'autres termes, on n'a pas besoin de la science pour survivre (ce que l'on fait depuis des centaines de millions d'années), mais on doit survivre pour faire de la science. Comme aurait dit votre grand-mère : « Mieux vaut prévenir que guérir. » Ou, selon

la formule attribuée à Hobbes : « Primum vivere, deinde philosophari », « d'abord, vivre ; philosopher ensuite. » Les traders, les « vrais gens » comprennent bien cette priorité, comme le montre la formule de Warren Buffett : « Pour gagner de l'argent, il faut d'abord survivre. » – on en revient encore à la question de jouer sa peau : ceux d'entre nous qui prennent des risques ont des priorités plus solides que les notions vagues qu'on trouve dans les manuels, type « la vérité ».

Le critère de la survie est le premier à prendre en compte pour juger d'un système, d'une organisation, d'une croyance aussi :

Quand vous examinez des croyances ne les évaluez pas à l'aune d'autres croyances, mais prenez en compte la survie des populations qui les entretiennent.

Et dans ce domaine, il n'y a pas de hasard :

Tout ce qui arrive, arrive parfois par hasard, mais tout ce qui survit ne survit pas par hasard.

Il ne faut pas compter sur la chance, on a la capacité à « jouer sa peau », ou pas. Taleb explore cette question de la survie à partir des probabilités, dont on se fait souvent une idée fautive parce qu'on les regarde de façon statique. Il prend cet exemple :

- 100 personnes vont au casino pour jouer une somme précise. Si le joueur numéro 28 fait faillite, le joueur numéro 29 en sera-t-il affecté ? Pas du tout.

- Si vous vous rendez au casino avec une somme donnée pour jouer 100 jours de suite, mais que vous faites faillite le 28^e jour, y aura-t-il un 29^e jour ? Non bien sûr.

Donc si l'on vous dit que la probabilité de faire faillite au casino est de x %, même si ce chiffre est faible, il ne faut pas l'interpréter de la même façon suivant qu'un groupe de personne joue, ou si c'est vous. Dans ce dernier cas, il faut se poser la question de la survie. Taleb opère ici une distinction entre probabilités d'ensemble et probabilités de temps, ce qui n'est pas du tout la même chose. C'est ce point de vue qui doit guider l'investisseur, et il en va de même pour les risques que l'on accepte de prendre dans sa vie, même si chacun d'entre eux a une faible probabilité de mal tourner, les accumuler se révèle vite dangereux :

Au-delà, dans la réalité, le moindre risque que l'on prend contribue à diminuer notre espérance de vie. Si on escalade des montagnes *en plus* de rouler à moto, *en plus* de fréquenter le milieu, *en plus* de piloter son propre avion privé, *en plus* de boire de l'absinthe, l'on diminue considérablement son espérance de vie, même si une seule de ces actions n'aura pas d'effet significatif. L'idée de répétition fait qu'il est parfaitement rationnel d'être paranoïaque à propos d'événements de faible probabilité.

Warren Buffett disait qu'il fallait d'abord survivre et ensuite, pour saisir les opportunités de gains et s'enrichir, qu'il faut être très sélectif en éliminant tout ce qui risque de conduire à la faillite :

Ce n'est pas grâce à une analyse coûts-bénéfices que Warren Buffett a gagné des milliards, mais simplement en établissant un filtre élevé, puis en choisissant les opportunités qui outrepassaient ce seuil. « La différence entre les gens qui

réussissent et ceux qui réussissent vraiment est que ces derniers *disent non* à tout, ou presque », a-t-il déclaré.

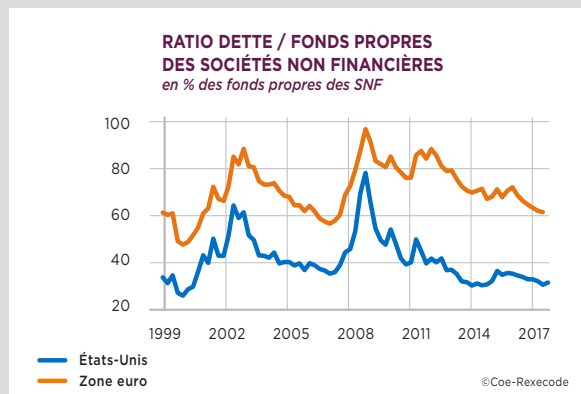
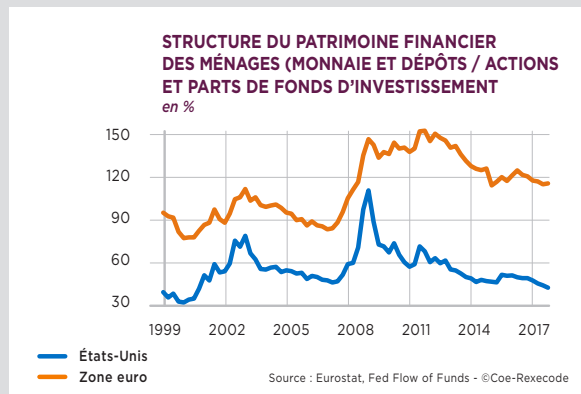
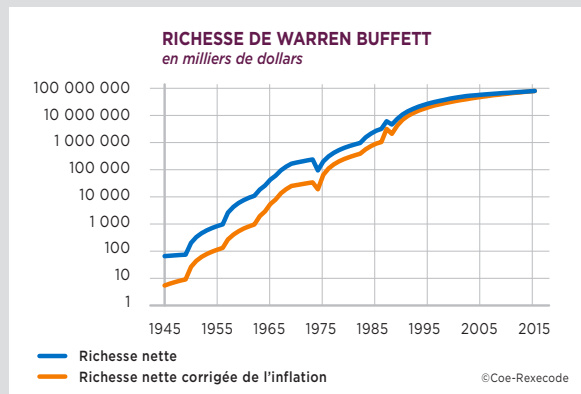
Taleb conclut sur ces formules :

En résumé : *On peut aimer le risque tout en nourrissant une aversion profonde pour la ruine.*

L'asymétrie centrale de la vie est la suivante :

Dans une stratégie qui entraîne la ruine, les bénéfiques ne compensent jamais les risques de ruine.

C'était, éventuellement, un conseil de lecture pour l'été. Bonnes vacances à tous !



Les OPCVM gérés par Delubac AM

Delubac AM développe son savoir-faire en gestion d'actifs depuis 2000 au travers d'une gamme de fonds diversifiée en termes de classes d'actifs, de zones géographiques et de niveaux de risque. L'offre de gestion de Delubac AM s'adresse à l'ensemble des investisseurs privés et professionnels avec un objectif de valorisation de l'épargne en toute transparence.

Performances au 25 mai 2018

Expertise actions européennes	Code Isin	Valorisation	2018	1 an	3 ans	5 ans
Fonds actions européennes						
Delubac Pricing Power Part P	FR0010223537	quotidienne	-4,01 %	-6,22 %	1,11 %	40,42 %
Msci Europe dividendes réinvestis			2,13 %	2,37 %	4,79 %	45,31 %
Expertise multi-gestion	Code Isin	Date	2018	1 an	3 ans	5 ans
Fonds de fonds patrimonial						
Delubac Patrimoine	FR0007027131	chaque vendredi	-0,94 %	-0,25 %	-0,76 %	-
20% MSCI AC World + 80% Eonia Capitalisé			0,76 %	1,62 %	2,93 %	-
Fonds de fonds actions européennes						
Delubac PEA	FR0010461723	chaque vendredi	-0,07 %	-0,80 %	12,87 %	58,19 %
Msci Europe dividendes réinvestis			2,13 %	2,65 %	3,70 %	45,31 %
Expertise obligataire	Code Isin	Date	2018	1 an	3 ans	5 ans
Fonds obligations d'entreprises des pays de l'OCDE						
Delubac Obligations part P	FR0007050901	quotidienne	-1,85 %	1,13 %	3,96 %	11,69 %
Eonia + 1 %			0,26 %	-	-	-

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Sources : Delubac AM, Morningstar, Bloomberg.

Les informations contenues dans ce document peuvent être amenées à changer sans avertissement préalable et doivent être lues en liaison avec la dernière version du prospectus complet du produit. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente. En conséquence, le Groupe Banque Delubac ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Le Groupe Banque Delubac recommande à l'investisseur de n'investir dans un OPCVM qu'après la lecture attentive de son prospectus complet afférent disponible sur le site de l'AMF et sur le site www.delubac-am.com, ou sur demande écrite auprès de la société de gestion. Préalablement à toute souscription d'un produit financier, il convient que l'investisseur s'assure notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et patrimoniale, à son expérience et à ses objectifs en termes de risque et de durée d'investissement. La reproduction de tout ou partie de ce document ou de son contenu est interdite. Politique d'investissement et critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) : les OPCVM ne prennent pas simultanément en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans leur politique d'investissement.

PARIS

10, rue Roquépine
75008 Paris
01 44 95 86 20

LE CHEYLARD

Siège Social
16, place Saléon Terras
07160 Le Cheylard
04 75 29 02 99

www.delubac.fr



Fondée en 1924

**BANQUE
DELUBAC & CIE**

Experts et Indépendants

Banque Judiciaire

Banque des Administrateurs de Biens

Banque de Gestion d'Épargne

Banque d'Affaires

Banque des Entreprises

LA LETTRE DE LA BANQUE DELUBAC & CIE

Éditeur : Banque Delubac et Cie

10, rue Roquépine - 75008 Paris

Producteur : Agence Point d'exclamation

Diffusion trimestrielle / Tirage à 10 000 exemplaires

N° ISSN : ISSN 2269-8930