

Rallye Boursier
L'heure du
bilan pour nos
participants
vedettes.

PAGE 38

Chronique
PG&E,
la plus grande
faillite liée
au climat.

PAGE 39

Marchés

Les marchés financiers et votre portefeuille | L'ECHO Samedi 26 janvier 2019

LES PHRASES CLÉS

«Il ne faut pas être mathématicien pour comprendre qu'une longue période d'argent bon marché peut provoquer des problèmes de crédits et d'autres excès.»

«Une règle de base doit s'appliquer – faites bien attention si de grands volumes sont en jeu – mais il faut aujourd'hui y ajouter l'accélération de la vitesse à laquelle tout se passe.»

«Avec nos mises en garde, nous sommes en réalité considérés comme des obstacles à la bonne marche des affaires.»

INTERVIEW KRIS VAN HAMME

«A mbassadeur du risque». Le titre que Paul Embrechts (65 ans) porte depuis sa retraite indique clairement l'importance de l'influence du Belgo-Suisse dans le monde financier. Le père de la gestion des risques nous parle de la principale leçon à tirer de la crise financière et du trading automatisé à l'origine des récentes turbulences qui ont touché les marchés.

Existe-t-il un plus beau compliment que celui de Nassim Taleb – l'auteur à succès de «The Black Swan», la hantise de tous ceux qui n'ont rien compris aux risques – qui déclare que s'il devait s'exiler sur une île déserte, il ne partirait pas sans le livre «Modelling Extremal Events for Insurance and Finance» co-écrit par Paul Embrechts, né à Schoten, non loin d'Anvers, et qui vit en Suisse depuis 30 ans?

Jusqu'à l'été dernier, Paul Embrechts était professeur à la célèbre université ETH Zürich, connue pour avoir «produit» plusieurs lauréats du prix Nobel, et avoir compté Albert Einstein parmi ses étudiants. Malgré son départ forcé à la retraite, notre compatriote reste actif, entre autres comme «ambassadeur du risque» auprès de l'ETH Risk Center.

En tant que mathématicien, Paul Embrechts a fait de la «gestion quantitative du risque» le travail d'une vie. Il a publié sur le même sujet un autre livre percutant, considéré comme «la bible» du secteur financier. La Suisse était alors un terreau fertile pour ces études, avec ses grandes banques, ses gestionnaires de patrimoine et ses compagnies d'assurance. Ils ont rapidement trouvé le chemin vers ce petit groupe de mathématiciens qui se penchait sur les forces et les faiblesses des modèles de risques émergents comme la «Value at Risk» (VaR), une norme souvent utilisée pour mesurer les risques de perte d'un portefeuille d'investissement. De cette collaboration est né en 1994 le groupe de recherche RiskLab, auquel les autorités de contrôle ont également participé.

«Notre objectif était d'améliorer le niveau de connaissance du secteur financier mondial. À l'époque, l'optimisme régnait en maître, et c'était fascinant», explique Paul Embrechts en visite à Noël à Merksem, où il possède encore un appartement. Son domaine d'étude n'a rien perdu de son intérêt, car au cours de sa carrière, Paul Embrechts a connu de nombreux krachs, allant de la grave crise de l'immobilier en Suisse au début des années 90 à l'implosion du hedge fund LTCM en 1998, en passant par la crise financière de 2008.

Le fait qu'il n'ait pratiquement rien mo-



© DIEGO FRANSENS

Paul Embrechts

«Le trading automatisé crée des risques que nous ne comprenons pas assez»

difié dans la seconde édition de sa «bible des risques» – publiée en 2015, soit dix ans après la première édition – provoque des sentiments mitigés. Car cela signifie que tout se trouvait déjà dans le livre avant la crise financière – notamment les conditions dans lesquelles les modèles fonctionnent ou ne fonctionnent pas – mais que ces mises en garde n'ont trouvé aucun écho.

Idem avec un article retentissant sur les

réglementations bancaires Bâle 2 auquel Paul Embrechts a participé, et qui fut publié en 2001. Bâle 2 définit les réserves de capitaux dont les banques doivent disposer comme matelas de sécurité pour couvrir leurs risques, mais d'après les auteurs, les lacunes de la réglementation risquaient plutôt d'augmenter les risques en créant un faux sentiment de sécurité.

L'article se lit aussi comme un résumé in-

terpellant de presque tout ce qui allait mal tourner pendant la crise financière: par exemple, que les actifs prétendument diversifiés pouvaient tous chavirer en même temps en cas de crise. L'article mettait aussi en garde contre les conflits d'intérêts au sein des agences de notation qui, avant la crise, accordaient massivement des ratings AAA aux CDO toxiques (produits de titrisation d'hypothèques américaines, NDLR). Toutes

ses recommandations sont restées lettre morte, et Bâle 2 a malgré tout vu le jour.

Comment se fait-il que l'on fasse si peu de cas des mises en garde d'experts contre le danger de sous-estimation des risques financiers?

Notre article publié en 2001 sur Bâle 2 a pourtant fait l'effet d'une bombe dans le secteur. Nous appelions à revoir certaines choses avant qu'il ne soit trop tard, mais malgré tout, rien n'a été fait. A posteriori, j'aurais pu prétendre que j'avais mis en garde contre la crise financière, mais ce n'est pas totalement vrai. Nous n'avons jamais dit que nous nous trouvions à la veille d'une crise. Nous avons seulement dit que Bâle 2 ne serait pas en mesure de prévenir une telle crise. Le système financier ressemblait à une voiture lancée à pleine vitesse, mais sans

«Je retiens mon souffle quand je vois la vitesse à laquelle les volumes des échanges par ordinateur augmentent.»

possibilité de freinage si elle se retrouvait face à un mur. C'était donc prévisible.

De nombreux concepts liés au risque – de la diversification à la corrélation – étaient mal maîtrisés. De plus, les produits CDO étaient beaucoup trop complexes pour être valorisés correctement. Lorsque la bulle immobilière américaine a explosé, un effet domino inévitable s'est déclenché dans le système financier mondial, y compris parce que quelques années auparavant, Bâle 2 ne s'était penché que sur les banques prises individuellement et non pas sur l'ensemble du système.

C'est ce qui a provoqué la chute du système tout entier suite à la faillite de Lehman Brothers: personne ne connaissait l'ampleur des ramifications des positions de la banque américaine. Par ailleurs, les réglementations ont tendance à être procycliques et donc, à renforcer une crise: lorsqu'un grain de sable tombe dans la machine réglementaire, tout le monde se rue vers la sortie. Bâle 2 ne s'est pas suffisamment penché sur ce problème.

C'est pourtant un fait connu que le marché essaie toujours de respecter à minima les nouvelles réglementations. Les banques et les régulateurs jouent au chat et à la souris. C'est pourquoi nous avons besoin de définitions claires. Si vous devez constituer des réserves de capitaux en fonction du risque de vos actifs, vous avez besoin d'une définition précise de ce que sont les capitaux et les actifs.

Enfin, il ne faut pas oublier l'aspect humain. J'ai siégé pendant des années au conseil d'administration d'une banque et d'un assureur, j'ai donc pu observer comment les rémunérations pouvaient alimenter la cupidité. Ou à quel point il était difficile de s'arrêter de danser tant que l'orchestre joue, comme l'a déclaré l'ancien CEO de Citigroup, Chuck Prince, juste avant la crise. Il y a hélas toujours cette réalité: si une banque sort du marché et passe à côté d'un

LIRE LA SUITE EN PAGE 38

Marchés

Paul Embrechts, «l'ambassadeur du risque»

SUITE DE LA PAGE 37

ois de rally, elle s'en mord les doigts.

Malgré tout, la principale leçon à titrer c'est que si le vent souffle trop fort, il faut réduire la voile. Les banques avaient constitué d'énormes volumes de crédits douteux. Dans ce cas, le moindre changement dans les paramètres du marché peut avoir l'effet d'un ouragan et provoquer des pertes énormes.

Le système financier a-t-il tiré les leçons de cette crise?

C'est difficile à dire. Les choses se sont améliorées en ce sens que les autorités de contrôle sont davantage conscientes des dangers pour le système mondial. Des normes de risques comme Value at Risk – qui, selon les dires, allait tout résoudre et envers laquelle nous nous sommes toujours montrés très critiques – sont tombées de leur piédestal. Nous avons vu le retour d'un certain bon sens.

D'un autre côté, la politique monétaire extra-souple de ces dernières années a fait énormément baisser le prix de l'argent. Je comprends la logique macroéconomique de ces mesures – la relance de l'économie – mais il ne faut pas être mathématicien pour comprendre qu'une longue période d'argent bon marché peut provoquer des problèmes de crédits et d'autres excès.

On parle aussi de l'émergence du trading automatisé, qui représente aux Etats-Unis 80% des volumes échangés. D'après certains observateurs, les algorithmes sous-jacents renforcent encore le panurgisme et les fluctuations boursières. Allons-nous à nouveau droit dans le mur?

Je m'inquiète de la rapidité de cette évolution. J'ai assisté depuis le début à l'émergence du trading à haute vitesse. Avec ces investisseurs qui achètent et revendent immédiatement une action, vous obtenez un autre marché que celui où les investisseurs traditionnels se font d'abord une opinion à propos d'une action ou se constituent un bas de laine pour leur retraite. Ce système peut avoir un effet autoreforçant, je pense par exemple à ces logiciels qui commencent tous à vendre en même temps. C'est arrivé à Wall Street lors du krach de 1987. En 2010, nous avons eu le flash crash, également sur Wall Street, dont nous ne savons toujours pas exactement ce qui l'a provoqué. Il y existe donc des risques que nous ne comprenons pas suffisamment.

Je retiens mon souffle quand je vois la vitesse à laquelle les volumes des échanges par ordinateur augmentent. Une règle de base doit s'appliquer – faites bien attention si de grands volumes sont en jeu – mais il faut aujourd'hui y ajouter l'accélération de la vitesse à laquelle tout se passe, ce qui oblige les autorités de contrôle à réagir de plus en plus vite.

D'un autre côté, je suis tout aussi curieux de voir ce que l'application du «machine learning» (avec algorithmes d'auto-apprentissage, NDLR) donnera dans le monde de l'investissement. Tout le monde en parle. Il y a certainement des possibilités, mais en même temps, nous devons



© DIEGO FRANSSENS

«Les pertes qui sont la conséquence de risques opérationnels sont souvent plus importantes que les risques du marché.»

bien réfléchir à ses limites. C'est dommage que je parte à la retraite, car il y a encore énormément de choses à explorer.

La tendance à tout quantifier ne risque-t-elle pas de nous faire oublier que de nombreux risques ne peuvent être chiffrés?

Les risques qualitatifs, comme les poursuites judiciaires ou les travailleurs qui se fourvoient – je pense ici aux informaticiens mécontents qui volent des données ou aux traders qui accumulent des pertes en cachette – sont au moins aussi importants, mais plus difficiles à intégrer dans des modèles mathématiques. Les banques doivent se constituer des réserves de capitaux pour ces «risques opérationnels», mais la nature «statistique» de ces données les rend particulièrement difficiles à interpréter. Une telle mise en garde fait partie du rôle des mathématiciens.

En particulier parce que les pertes qui sont la conséquence de risques opérationnels sont souvent plus importantes que les risques du marché. Par exemple, après la crise financière, Bank of America a dû payer 75 milliards de dollars d'amendes. Mais comment modéliser ce type de risque? Ici aussi, les aspects humains jouent un rôle important. Vous pouvez essayer d'apprendre de vos erreurs via des modèles statistiques, mais les statisticiens et les actuaires se heurtent alors à une dure réalité: ils ne font pas partie du top management. Avec nos mises en garde, nous sommes en réalité considérés comme des obstacles à la bonne marche des affaires.

Clap de fin pour le Rallye Boursier

Après dix semaines de concours, le Rallye Boursier est clôturé. L'heure est donc au bilan pour nos participants vedettes. Notre journaliste Stéphane Wuille est en tête grâce à la bonne tenue de certaines biotechs.

JEHAN GOFFIN

La cloche de clôture a sonné. L'édition 2018-2019 de notre concours boursier s'est terminée ce vendredi 25 janvier après dix semaines de challenge. «Ce fut une édition contrastée avec un début de concours sous le signe de la déprime boursière et une deuxième partie plus dynamique avec la reprise des marchés. Cela a permis de mettre sa stratégie à l'épreuve dans un contexte 'bearish' et un autre 'bullish', résume Stéphane Wuille, journaliste à L'Echo et grand gagnant parmi nos quatre participants vedettes avec un rendement positif de xxx%. Cerise sur le gâteau, il remplit au passage son objectif en se plaçant parmi les 500 premiers du classement général. Pour mémoire, les lauréats du concours seront annoncés le jeudi 7 février prochain.

Pour l'heure, nos quatre participants vedettes ont établi un premier bilan de leur prestation. Si Maxime Lacrosse – deuxième – juge sa performance «correcte» compte tenu de la volatilité sur les marchés financiers, Maxime Corteil – quatrième – se dit «mitigé». «Le début du concours fut assez bon mais comme beaucoup, j'ai souffert de la chute des marchés au mois de décembre. Mon erreur a été de ne pas couper certaines de mes pertes plus rapidement. Mais au final, j'ai pu sauver les meubles ou presque», explique-t-il, tout en

CLASSEMENT

(Situation vendredi soir)

1. Stéphane Wuille + 8,63%
2. Maxime Lacrosse + 8,03%
3. Régis Martinage + 4,58%
4. Maxime Corteil + 2,93%

reconnaissant rester sur sa faim. De son côté, Régis Martinage estime que l'on peut toujours mieux faire. «Mais rester dans le vert, avec un tel marché, pendant plus de 8 semaines sur 10, avec ma technique du 'buy and hold' me donne un certain soulagement.»

Les biotechs, investissement clé

Le placement qui a fait la différence cette année – comme pour l'édition précédente d'ailleurs – est sans aucun doute celui dans le secteur des biotechs. «On n'a pas eu d'OPA (offre publique d'achat, NDLR) pendant le rallye cette année mais les investissements dans certaines biotechs belges se sont révélés payants comme avec *Mithra* (+ 19%), *argenx* (+ 10%) ou *Gala-*

pagos (+ 10%)», souligne Stéphane Wuille. Mais comme il le relève, toutes les sociétés de biotechnologie n'ont pas eu le même parcours durant le concours. À l'image de *Celyad* – dont la chute a pesé sur la performance de notre journaliste – ou de *MDxHealth* – qui a pesé sur celle de Maxime Corteil.

Notons également l'évolution en dents de scie de *Nyrstar* qui, si elle s'est transformée en piège mortel pour certains, a permis à de nombreux participants de se démarquer dès la première semaine du Rallye Boursier. Régis Martinage souligne, lui, la résilience de *Colruyt*, qui, «contre toute attente, est restée dans le vert pendant les 10 semaines».

Les leçons à tirer

Que vous soyez déçu ou fier de votre performance, on rappellera que le but de ce concours était principalement de donner un avant-goût aux investisseurs débutants. «Il faut penser au risque avant la performance», prévient Maxime Lacrosse en guise de leçon à retenir. La gestion de risque est le plus important lorsqu'on gère un portefeuille.»

Même si beaucoup jugent la durée du rallye trop brève, cela ne veut pas dire qu'il faut se précipiter dès le lancement du concours. «Il faut savoir laisser le temps aux actions sélectionnées pour qu'elles prennent leur envol», conseille Stéphane Wuille. Tout en n'oubliant pas de prendre ses bénéfices et/ou de couper ses pertes si besoin, comme le confirme Maxime Corteil. «Certaines fois, il est préférable d'encaisser ce que l'on a et de ne pas être trop gourmand.» Vous voilà prévenus pour la prochaine édition.

TOP 5

CLASSEMENT

(Situation vendredi 17h40)

1. Kletser + 21,2%
2. busje komt zo + 19,9%
3. BamBam + 19,6%
4. Nonna + 18,8%
5. LePatron + 18,4%

Les participants au Rallye Boursier qui ont investi dans des actions ont dû s'incliner devant ceux qui ont investi au bon moment dans des fonds. Ce qui nous pousse à faire deux remarques importantes: d'une part, le rideau ne tombera définitivement sur notre concours boursier que pendant la nuit de vendredi à samedi, au moment où les valeurs nettes d'inventaire (VNI) des fonds seront connues. D'autre part, Kletser n'était pas le seul à détenir un portefeuille rempli de fonds. Nonna, qui s'est adjugé la première place dans le courant de la dernière semaine, n'a pas acheté une seule action pendant dix semaines. La différence s'est faite au niveau du timing (encore meilleur), c'est-à-dire au début des vacances de Noël, au moment où le marché a atteint le creux de la vague.

RALLYE BOURSIER

Quiz Réponse d'hier

Réponse à la question d'hier: **Balta**. Balta a licencié son CEO Tom Debusschere en 2018.

www.rallyeboursier.be

5 actions préférées

Yves Vaneerdewegh
CAPRICORN VENTURE PARTNERS



© DOC

Cewe

Cewe, le plus grand producteur européen d'albums photos en ligne, est peu cyclique et engrange des revenus stables ou en croissance, y compris en période de crise financière. Malgré tout, le cours a subi une correction de près de 30% en 2018. L'entreprise a racheté l'application française de photos Cheez. Cette acquisition devrait soutenir la croissance. De plus, les clients ont tendance à commander des albums photos de plus en plus chers. Avec un bilan très sain et un cours de 12 fois les bénéfices attendus en 2019, l'action nous semble très intéressante. Elle est une des principales positions de Quest for Growth et de Quest+.

CEWE



TKH Group

Grâce à d'importants investissements réalisés l'an dernier sur le plan de l'innovation, l'entreprise technologique néerlandaise devrait poursuivre sa croissance dans des domaines comme les machines de fabrication de pneumatiques, les réseaux de fibre optique, les technologies de la vision, les câbles sous-marins, etc. En mars 2018, TKH a rehaussé ses objectifs de marge opérationnelle à 12-13% (contre 11-12% auparavant) et de ROCE à 21-23% (20-22% auparavant). Malgré ces solides fondamentaux, l'action a baissé de plus de 20% en 2018. Elle conserve une place de choix dans Quest for Growth et Quest+.

TKH GROUP



Hexcel

Le leader américain des matériaux composites pour avion – et donc concurrent de la filiale Cytec de Solvay – fait partie du portefeuille de Quest Cleantech Fund depuis 2013. Son action est également reprise par Quest+. Grâce à des clients importants comme Boeing et Airbus, les revenus de l'entreprise sont facilement prévisibles. Les matériaux légers d'Hexcel permettent de réduire la consommation de carburant et remplacent de plus en plus les métaux dans la construction d'avions. L'entreprise dispose donc de belles perspectives de croissance et s'attend à une hausse des bénéfices de plus de 10% dans les années à venir.

HEXCEL



Kingspan

En tant qu'entreprise axée sur les technologies propres, ce spécialiste irlandais en matériaux d'isolation est repris dans nos trois fonds «Quest». La demande croissante d'efficacité énergétique dans les habitations assure la croissance organique de Kingspan. L'entreprise a acquis une position de leader mondial, grâce à des acquisitions contribuant clairement à sa croissance. Une de ses principales acquisitions fut la société flamande Joris Ide en 2015. Pour 2018, on s'attend à une hausse du bénéfice de près de 15%. La combinaison entre la croissance, la solidité financière, l'innovation et le palmarès de l'entreprise fait de l'action une valeur de qualité.

KINGSPAN



Andritz

Le groupe autrichien construit des centrales hydroélectriques et des usines de pâte à papier. L'entreprise est leader mondial dans ces deux secteurs oligopolistiques. Parmi ses atouts, on trouve son bilan très solide et ses abondantes liquidités, qui se montent à près de 1 milliard d'euros, par comparaison avec une capitalisation boursière «d'à peine» 5 milliards d'euros. En 2018, l'entreprise a utilisé ces fonds pour financer une acquisition de 883 millions de dollars. La nature des activités – typiques de fin de cycle – complétée par l'effet relatif de sa dernière acquisition, semble insuffisamment reflétée dans un ratio cours/bénéfice attendu de près de 13.

ANDRITZ



Capricorn est la société qui gère Quest for Growth ainsi que Quest+ et Quest Cleantech Fund. Les 5 actions passées en revue font partie du portefeuille d'un ou plusieurs de ces fonds.