

Chers Investisseurs,

Je vous prie de bien vouloir trouver ci-après le rapport du mois de mars 2018.

La performance (frais inclus) du mois de mars est de **0,46%**. Le fonds était de plus ou moins 20 % Net Long avec une exposition totale d'environ 70%.

Les trois meilleurs contributeurs étaient :

- Facebook SHORT: 0.40 %
- Monster Beverages SHORT: 0.24 %
- Tesla SHORT: 0.22%

Les trois plus grands perdants du mois étaient :

- United Technologies LONG: -0.44%
- Platform Specialty Products LONG: -0.17 %
- JPY: -0.13%

La composition actuelle du portefeuille est très prudente.

### I. Pourquoi ?

Si on part du principe que les marchés financiers suivent l'économie et que l'économie avance en cycles (entre autres décrits par Monsieur Minsky) et que cette fois ci n'est pas différente (cf. « This Time is différent » livre de Monsieur Rogoff and Madame Reinhart) la probabilité augmente constamment que la fin du cycle soit atteinte, même si la fin est loin dans le future et qu'une spéculation n'est pas encore rentable.

Ce dernier cycle a commencé dans la plupart des pays industrialisés autour du milieu de l'année 2009, donc va prochainement célébrer ces 9 années d'existence. Plus on s'approche de la fin d'un cycle plus la probabilité augmente qu'on peut acheter la plupart des actions à un prix inférieur au prix actuel et ceci dans un futur de plus en plus proche. Le ratio Risk/Return devient donc de moins en moins intéressant surtout pour les investisseurs à moyen et long terme. Plus cette attitude devient commune plus le phénomène s'amplifie. L'économie peut dès lors provoquer une baisse des marchés financiers.

Il se peut cependant aussi que les marchés financiers se découplent de l'économie et peuvent baisser rapidement à cause d'un facteur interne et même provoquer par cette baisse soutenue un changement dans le comportement des consommateurs et investisseurs et ainsi avoir comme effet ultime une récession.

### II. Quelles en peuvent être les raisons ?

#### A. Changement du comportement des investisseurs

Il s'agit d'un terme général, ceci pour démontrer qu'il n'existe probablement pas de raison précise. En fait je suis du même avis que Monsieur Robert Schiller (Gagnant du Prix Nobel en 2013) qui affirme que les hausses peuvent se terminer souvent sans raison apparente, seulement le comportement des acteurs a changé.

Evidemment nombreux sont les sources qui citent des raisons pour les baisses en février et mars, la recherche de l'être humain d'éclaircir des événements compliqués est inhérente et peut s'expliquer entre autres par la paresse du système 2 (déduction) qui accepte facilement des propositions du

système 1 (intuition) (cf. Kahneman gagnant du prix Nobel en 2002). Ainsi la baisse des cours en février et mars pourrait être expliquée par l'augmentation des tensions entre les Etats Unis et la Chine, ainsi que des nouvelles sur l'état de l'Economie globale. Cependant pendant les dernières années des nouvelles aussi négatives ont été ignorées par les marchés.

Les investisseurs semblent être devenus plus sensibles à des mauvaises nouvelles. Bien que des tels événements constituent des facteurs, la hausse soutenue pendant une longue période, la clôture d'un ETF (« Exchange-Traded Fund ») spéculant sur une baisse de la volatilité du Credit Suisse, la hausse soutenue et difficilement explicable du LIBOR 3 mois jouent certainement aussi un rôle. Il y a en d'autres raisons dont personne a connaissance.

On peut donc affirmer que ces événements externes sont des conditions nécessaires mais pas suffisantes.

Comment peut-on mesurer le changement de comportement des acteurs ? Et comment sait-on si ce changement de comportement est « définitif » ?

Un signe important est selon mon avis la baisse des fameuses actions « Momentum » dont on compte les actions « FANG » (Facebook, Amazon, Netflix, Google) de même que la baisse des monnaies cryptographiées comme par exemple le Bitcoin.

En fait les investisseurs dans des sociétés comme les FANG peuvent pour la plupart être qualifiés de "Momentum Traders" pariant sur les actions présentant le plus d'élan actuel. Evidemment plus que ces investisseurs achètent ces actions, plus ils s'apprécient et plus ils entrent dans le focus de nouveau Momentum Traders. Ce phénomène s'accélère souvent à la fin d'un cycle, quand les investisseurs se trouvent dans un état en mode chasse, influencé par des hormones dont le niveau a augmenté à la suite des succès continus. Les investissements croissants lors des dernières années dans les ETF ("Exchange Traded Fund") ont certainement encore accentué ce phénomène.

Pour la plupart des actions il s'agit en quelque sorte d'un régime de Ponzi étant donné que nombreux sont les sociétés lesquelles n'ont pas la capacité de grandir dans leur valorisation actuelle, l'achat n'étant dès lors que basé que sur le fait de trouver quelqu'un qui rachète pour un prix plus élevé et non pas sur la valeur de la société.

Après deux mois de recul on ne peut certainement pas encore conclure que la période phare des actions Momentum est terminée dans ce cycle, mais il est probable que la perte que nombreux investisseurs ont subi pendant ces deux mois a influencé leur comportement.

Un des seuls événements courants (en dehors des événements dits Black Swan) qui provoque une baisse des marchés est une hausse soutenue des taux d'intérêts, ceci indépendamment du désir d'investissement des investisseurs.

### B. Hausse des taux d'intérêts

De façon simplifiée une hausse des taux d'intérêts a des effets négatifs sur l'investissement en augmentant le coût du capital et sur la consommation en privilégiant l'épargne.

Dans le cadre des marchés financiers gonflés par des investissements à fort effet de levier une hausse seulement minime des taux d'intérêts peut provoquer qu'un investissement devient non rentable et que l'investisseur devient un vendeur forcé.

En résumé les investisseurs demandent plus de rendement aux sociétés lesquelles sont confrontées à une baisse de la demande des clients consommateurs et une augmentation du coût du capital.

Le fait que les taux d'intérêts ont été pendant une longue durée à 0% voir en dessous a certainement amplifié ce phénomène.

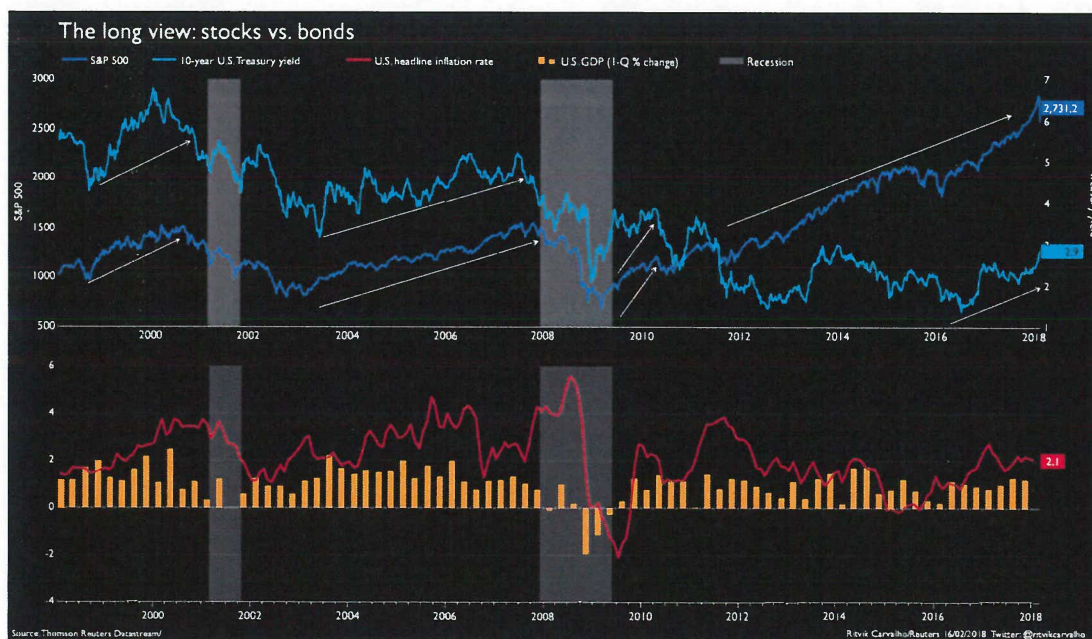
J'ai décrit plus en détail ce phénomène dans mon mémo en mars au sujet de l'action Harley-Davidson.

On peut en déduire qu'au bout d'un certain moment l'investisseur n'a plus intérêt à investir dans des actifs lui offrant la possibilité d'une plus-value (actions, immobilier...) car le rendement interne d'un

investissent moins risqué est supérieur ou égale. Evidemment l'investissement dans le capital offre la possibilité de profiter de plus values, contrairement à la dette. Cependant après une hausse sur 9 ans des marchés boursiers, nombreux sont ceux dont les attentes pour les prochaines 5 années sont plutôt au niveau d'une préservation du capital que d'une augmentation. Comme disait mon professeur de statistique: "La boule de roulette n'a pas de mémoire" et bien je pense que les marchés financiers en ont une. On revient de nouveau au phénomène que l'économie fluctue en cycles et que la plupart des investisseurs le sachent et en agissent de cette façon. Les bourses ont mieux progressé que l'économie ces dernières années, principalement à cause des intérêts très bas. Un sujet très intéressant dans ce cadre est celui de "l'Equity Premium Puzzle" soulevé par Monsieur Mehra et Monsieur Prescott. Cette attente de plus values futures est très importante. En effet on a constaté (Graphique ci-après) que les cours des actions augmentent même lors d'une hausse d'intérêts, ceci le plus souvent après une récession. Dans une telle situation les sociétés ont la capacité de grandir dans cette hausse d'intérêts et l'effet de levier des investisseurs est encore plus limité. En plus les investisseurs ont l'espoir que les sociétés sachent absorber cette hausse des intérêts et l'attente que cela se reflète dans les plus-values futures. Les investisseurs préfèrent donc les actions aux obligations car l'expectation d'un bénéfice dans le futur proche est grande.

Cependant au fur à mesure qu'on avance dans le cycle cette attente diminue et l'effet de levier augmente.

On arrive donc à une situation dans lequel un investissement n'est plus finançable par de la dette (ratio d'endettement restant constant).



La période prolongée de taux d'intérêts très bas a provoqué une hausse de la plupart des actifs par des investisseurs cherchant de la rentabilité. Plus cette période a perduré plus les investisseurs sont devenus ingénieux plus qu'il sera probablement difficile de revenir en période normale.

La plupart des spécialistes sont d'avis que Monsieur Draghi a évité un démantèlement de l'Union Européenne en prononçant 3 mots : « whatever it takes ».

Le problème est que ces mots et actions créent des vagues à court, moyen et long terme. On peut déjà conclure que les effets à court et moyen terme ont été principalement positifs, cependant nombreux sont ceux qui considèrent que les coûts de cette politique apparaissent à long terme.



Beaucoup d'économistes prévoient depuis des années une inflation croissante laquelle sera difficilement maîtrisable par les banques centrales. Jusqu'à présent cette peur s'est montrée exagérée au moins en ce qui concerne les biens de consommation.

On assiste toutefois depuis plusieurs années à une inflation soutenue des biens financiers et immobiliers. Comme on a discuté ci-avant une baisse rapide de ces actifs peut avoir des effets négatifs sur l'économie dite réelle et donc indirectement les banques centrales ont un intérêt à soutenir les marchés financiers adaptés à taux d'intérêts très bas. (La banque centrale européenne est gardienne d'une inflation stable autour des 2%, la banque centrale américaine a un double mandat, le marché de l'emploi et l'inflation. Toutefois tous les éléments sont tellement connectés qu'il est très difficile de reprocher aux banques centrales un comportement au-delà de leur mandat.)

Cette fois-ci les banques centrales dans leur souci de revenir à une politique monétaire dite normale sont confrontées à beaucoup d'incertitudes à cause :

- De la période très longue de taux d'intérêts bas ;
- Des taux d'intérêts bas dans un cycle d'expansion très avancé ;
- D'un manque d'expérience quant aux effets long terme de la politique monétaire dite « quantitative easing » ;
- D'une politique de communication très ouverte avec les marchés financiers ;

### III. Conclusion

J'essaie de bien séparer la probabilité de survenance d'un événement et l'effet que l'évènement produit en cas de survenance.

Quant au premier élément il est difficile d'attribuer une probabilité au risque d'inflation au-dessus des 2 %, voire au risque d'être confronté à une récession sans marge de manœuvre monétaire (et fiscale aux Etats Unis).

Cependant je pense que la probabilité est assez faible que les banques centrales arrivent à augmenter les taux d'intérêts, se retirer comme un principal acheteur d'actifs financiers du marché, sans provoquer des perturbations économiques et un changement de comportement des acteurs financiers.

Quant aux effets je suis d'avis que dans tous les cas hors « *Soft Landing* » les marchés financiers vont subir de pertes considérables (+ 25 %).

Je m'aperçois qu'une vision négative sans timing exacte peut être très coûteuse. J'observe journalièrement :

- L'évolutions des taux d'intérêts,
- La performance des actions Momentum ;
- Le comportement du YEN face au Dollar et à l'Euro ;
- Les coûts de couverture du YEN face au Dollar et l'Euro ;
- L'évolution du LIBOR et EURIBOR ;
- Rapport du deuxième trimestre des sociétés (Avril, Mai)
- ...

afin de cibler au mieux une prise de position Net Short.

Vous pouvez me contacter pour toute discussion autour d'un des sujets.

Je vous souhaite un agréable mois d'avril.

Salutations distinguées,



Marc Daubenfeld