

Bretton Woods, le 3 août 2018

Chers Investisseurs,

Je vous prie de bien vouloir trouver ci-après le rapport du deuxième trimestre 2018.

I. La performance

La performance (frais inclus) pendant le deuxième semestre est de **+0.3 %**. Le fonds était de plus ou moins 18 % net long avec une exposition totale d'environ 50%.

Les trois meilleurs contributeurs étaient :

- Express Inc LONG: 0.60 %
- Platform Specialty Products Corp LONG: 0.39 %
- Hudson Ltd LONG: 0.34%

Les trois plus grands perdants étaient :

- Tesla Inc SHORT: -1.68 %
- Sixt AG SHORT: -1.5 %
- Carmax Inc SHORT: -0.34%

La performance pendant ce trimestre a été principalement influencée par la spéculation sur une baisse de l'action de la société Tesla.

II. Le lien avec la dernière lettre

Dans ma dernière lettre je décrivais les risques liés à une hausse d'intérêts et/ou le risque d'un ralentissement de la conjoncture.

On constate actuellement aux Etats Unis un aplanissement de la courbe d'intérêts, c'est-à-dire que les taux d'intérêts à court terme augmentent plus rapidement que les taux d'intérêts avec une durée plus longue. Ceci peut signaler une diminution de la confiance des investisseurs dans la continuation de la croissance économique. La conjoncture semble donc être actuellement plus au centre d'intérêt des investisseurs que la hausse des taux d'intérêts comme c'était le cas il y a quelques mois.

Evidemment les secteurs sont différemment exposés aux deux alternatives macroéconomiques. Ainsi les sociétés dites conjoncturelles sont spécialement exposées aux cycles conjoncturels, comme par exemple les secteurs de l'automobile, de la construction et tous les secteurs étroitement liés aux matières premières. Ce sont les actions dans ces types de sociétés qui ont le plus baissé récemment. De l'autre côté les secteurs pharmaceutiques, des biens de consommation de base ainsi que le secteur de l'énergie sont moins sensibles aux cycles économiques.

Cependant souvent les sociétés dites de dividendes qui proposant une rentabilité sur dividende stable et élevée mais une faible voire aucune croissance opèrent dans ces secteurs non conjoncturels.

Les investisseurs achètent les actions de ces sociétés pour des raisons de rendement sur dividende. La baisse des intérêts a provoqué une hausse des actions de ces sociétés même en présence d'une très faible croissance opérationnelle.

Logiquement dans le cadre d'une hausse d'intérêt cette attractivité relative de la dividende face au taux d'intérêts diminue et provoque une baisse du cours de l'action pour rééquilibrer la rentabilité entre le dividende et le taux d'intérêts.

On y voit que les sociétés lesquelles sont moins sensibles dans une des alternatives macroéconomiques sont plus exposées dans l'autre alternative macroéconomique (sans tenir compte de situations macroéconomiques plus extrêmes et très rares comme la stagflation laquelle se traduit par une croissance économique faible voir non existante combinée d'une hausse de l'inflation ainsi que l'hyperinflation qui est définie par une hausse très rapide et soutenue de l'inflation).

Il est très difficile de prévoir l'évolution future des taux d'intérêts voire l'évolution de la conjoncture. C'est pourquoi l'idée est plutôt de spéculer sur la baisse des actions de sociétés qui sont exposées aux deux scénarios économiques ou qui au moins ne risquent pas de bien progresser dans l'alternative plus favorable. Ainsi on est assuré contre les deux scénarios macroéconomiques les plus probables à l'instant.

Je suis d'avis que le secteur automobile va sous-performer dans le scénario d'une conjoncture favorable combinée d'une hausse d'intérêt, mais aussi dans une conjoncture défavorable.

En effet dans une conjoncture favorable le secteur de l'automobile doit tout de même faire face aux problèmes structurels actuels il est confronté actuellement. Il s'agit principalement de l'augmentation nécessaire des investissements à cause de l'électrification des voitures et à cause des développements au sujet de la conduite autonome des voitures. Ces investissements nécessaires diminuent la rentabilité.

En plus, la simplicité de construire une voiture électrique par rapport à une voiture à combustion, va probablement augmenter la concurrence et par la suite diminuer les marges.

Ensuite les constructeurs de voitures deviennent de plus en plus dépendants des grandes sociétés de technologie comme Intel (avec son département de conduite autonome Mobileye) et Alphabet (avec son département de conduite autonome Waymo) qui sont à la pointe de la technologie de la conduite autonome et qui peuvent offrir des services de divertissement dans les voitures.

Finalement selon plusieurs études sur le comportement de consommations les jeunes générations dépensent plus d'argent dans des produits technologiques et dans des services que dans une voiture.

III. Le marché pendant le deuxième trimestre

A. En général

Le président américain Monsieur Trump était à l'origine de la plupart des nouvelles politiques qui ont secoué le monde pendant le dernier trimestre, notamment l'annulation du contrat négocié par son prédécesseur avec l'Iran, la rencontre tellement médiatisée entre Monsieur Trump et Monsieur Kim ainsi que les attaques presque journalières au sujet du conflit commercial entre les Etats Unis et la Chine.

On a encore vécu l'ascension en Italie d'un gouvernement populiste entre deux parties dont au moins une peut être considérée comme d'extrême droite. De l'autre côté le mouvement 5 étoiles se définit comme « *une association libre de citoyens* », n'ayant pas d'idéologies de gauche ou de droite, mais des idées ».

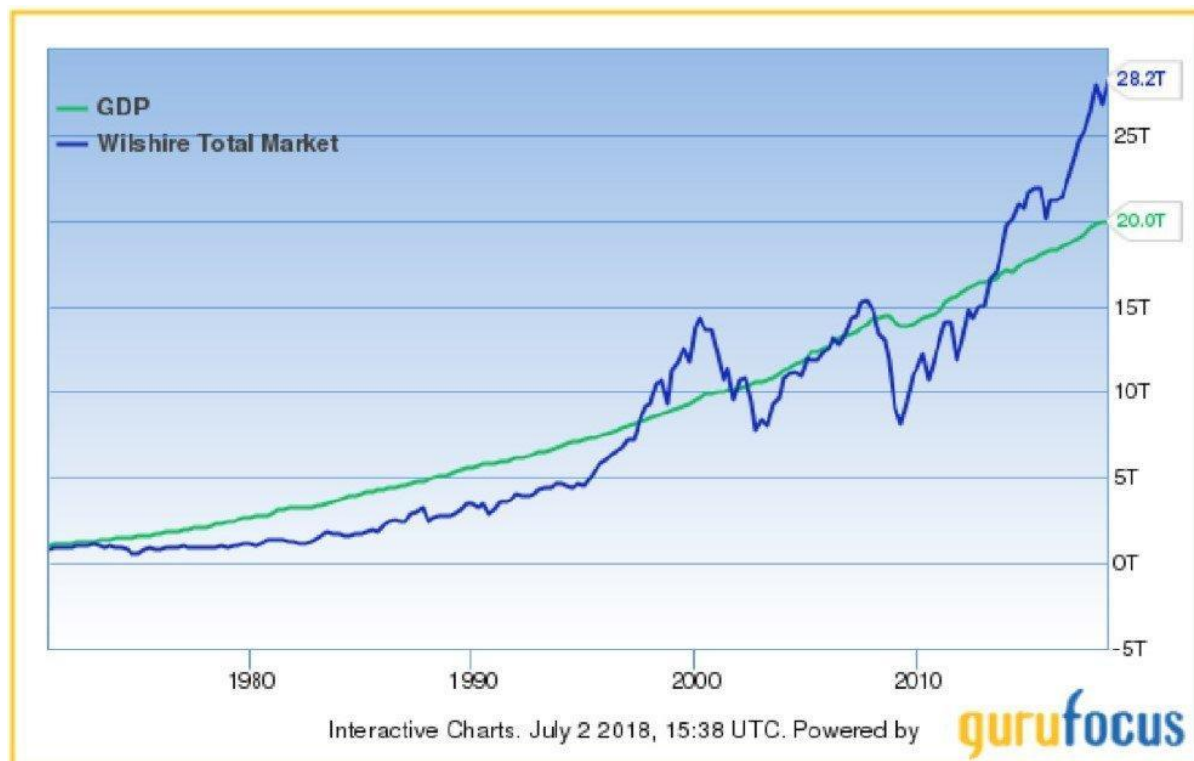
Monsieur Erdogan a célébré son succès lors des dernières élections avec une extension de son pouvoir, en nommant son gendre à un poste clef des finances. Il s'est aussi accordé le droit de nommer des adjoints au gouverneur de la banque centrale. Les marchés financiers n'ont pas apprécié la perte d'autonomie de la banque centrale turque. En effet la monnaie turque a déjà perdu plus de 25 % face au USD en 2018. Cette baisse a provoqué une hausse de l'inflation et une baisse des capitaux étrangers. Les sociétés ayant des dettes en USD vont être confrontées à des problèmes de remboursement d'une dette qui semble actuellement qu'augmenter. L'existence de l'argent papier est basée sur la confiance que les agents économiques y mettent, une fois cette confiance perdue elle

est difficile à rétablir et le risque est élevé que la valeur de l'argent s'aligne à sa valeur intrinsèque, à savoir la valeur du papier. Alors que les investisseurs ne semblent pas encore avoir perdu leur confiance en dieu « in God we trust » la confiance dans la monnaie émise par la banque centrale turque semble être altérée.

Malgré toutes ces nouvelles, le S&P 500 a progressé de 5,6 % pendant ce trimestre alors que l'indice européen Eurostoxx a augmenté de 0.76% et le Shanghai Composite Market Index a reculé de 12,25%.

Depuis la crise financière le S&P 500 a maintenant progressé de plus de 250%.

Le graphique ci-après compare la capitalisation boursière de toutes les actions américaines par rapport au Produit Intérieur Brut des Etats Unis (la valeur réelle créée par toutes les sociétés américaines).



On peut constater que les marchés financiers (courbe bleue) ont pris de l'avance sur l'économie. En 2000 et en 2007 cette avance a diminué rapidement.

Je déduis du graphique plusieurs choses :

- Les marchés ne peuvent pas évoluer plus rapidement que l'économie réelle à long terme ;
- Le stimulus des intérêts à court terme a déjà été absorbé par les marchés ;
- La probabilité est forte qu'à part une révolution technologique qui permet d'augmenter fortement la productivité, les marchés sont dans le proche futur (5 ans) capés ;
- Une chute brutale de la courbe bleue n'est pas nécessaire (un crash boursier), il se peut que l'économie réelle reprenne lentement l'avance pris par les marchés financier.

Dans le passé, banques centrales pouvaient en cas de besoin influencer les taux d'intérêt à court terme en fixant les taux auxquels les banques commerciales peuvent emprunter de l'argent à la banque centrale. Pendant la crise financière les banques centrales ont mis en place un nouvel outil pour influencer directement les taux d'intérêts à long terme. De façon simplifiée ils ont créé de l'argent en achetant des titres obligataires et même dans le capital de sociétés sur les marchés financiers. La contrepartie contractuelle de la banque centrale a reçu de l'argent.

La banque centrale européenne a avec cette nouvelle forme intervention combinée de la déclaration de son président Monsieur Draghi « i ll do whatever it takes » probablement évité un démantèlement de l'Union Européenne, au moins temporairement.

En effet aucune expérience n'existe au sujet des effets d'une telle politique monétaire dite anormale. Il existe certainement beaucoup de modèles mathématiques cependant trop de variables et surtout le comportement non prévisible des agents économiques rendent une appréciation des effets d'une disparition des banques centrales comme acteur dans les marchés financiers impossible.

D'un autre côté une continuation de cette politique monétaire risque d'augmenter encore plus la valorisation de la plupart des biens financiers et surtout le risque peu probable mais néfaste d'une perte de confiance des agents économiques dans la valeur de leur monnaie comme on l'aperçoit actuellement en Turquie.

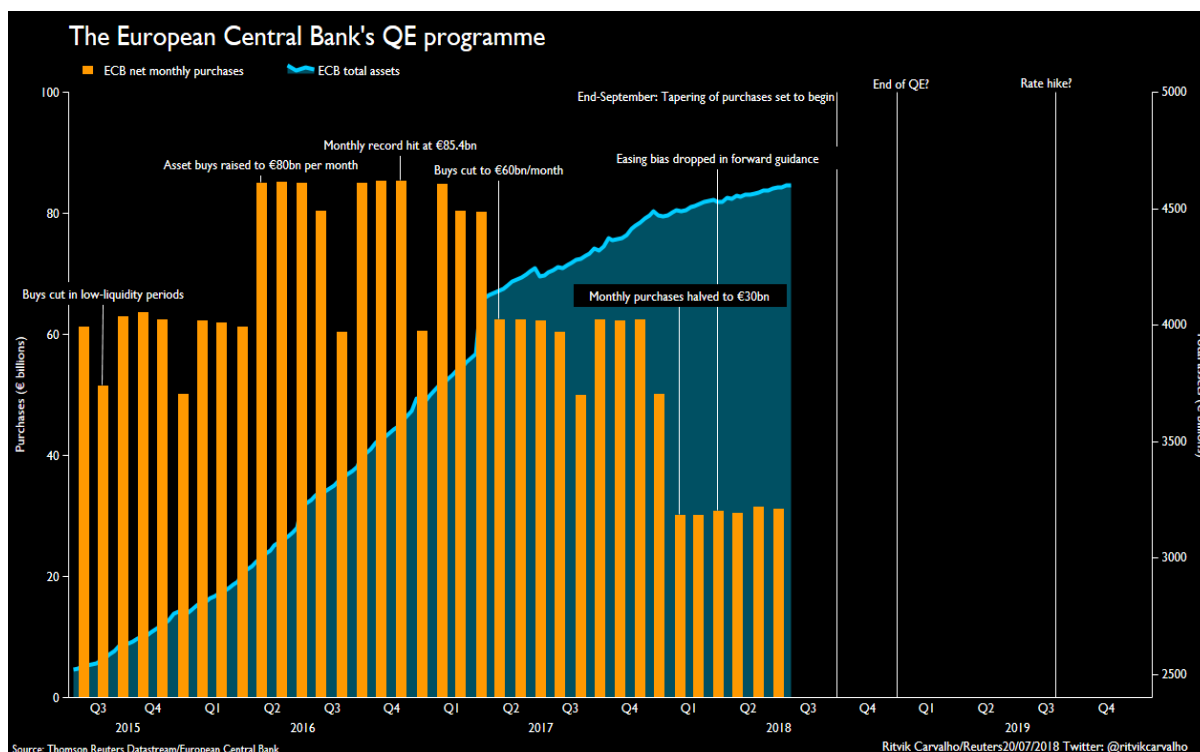
Monsieur Nassem Taleb critique dans son live récent « *Skin in the Game* » le manque de risque personnel de la plupart des acteurs financiers, des régulateurs et des politiciens.

Contrairement à un pilote d'avion qui subit directement les conséquences d'une erreur personnelle, les membres de la banque centrale augmentent leur retour en misant sur une stabilité monétaire et stabilité des marchés financiers à court terme, au mieux pendant leur terme.

Cependant ils ne subissent pas les conséquences d'une crise futur encore plus néfaste née des erreurs qu'ils ont commises pour éviter une crise actuelle, car manque de connaissances financières de la majorité de la population fait que le président actuel de la banque centrale subit la flagellation publique des erreurs de ses prédécesseurs. D'après les mots de Monsieur Taleb ils n'ont pas « de skin in the game. ».

Sur le graphique ci-après on peut constater l'augmentation des actifs de la banque centrale européenne depuis 2015 (la ligne bleue) et les achats nets mensuel (en jaune) lesquels sont en diminution et vont s'arrêter probablement début 2019 selon les dernières allégations de la banque centrale européenne.

Les actifs de la banque centrale sont entre autres composés d'obligations de sociétés et obligations d'Etat ainsi que d'actions dans des sociétés.



Après avoir montré l'importance des banques centrales pour la performance des marchés financiers au cours des dernières années, on analyse cette performance plus en détail.

Toutes les chaînes de télévision, les journaux, les sites internet nous informent quotidiennement de l'évolution des indices boursiers mondiales. Evidemment il est impossible d'informer sur l'évolutions de chaque société. Cependant je suis d'avis qu'il ne faut pas prendre de mauvaise conclusion de l'évolution d'un indice boursier. En effet il est risqué de conclure d'une moyenne sans connaître son écart type (les indices ne représentent pas exactement la moyenne car ils tiennent compte de la capitalisation boursière voir du prix de l'action (pour le Dow Jones) pour établir la pondération).

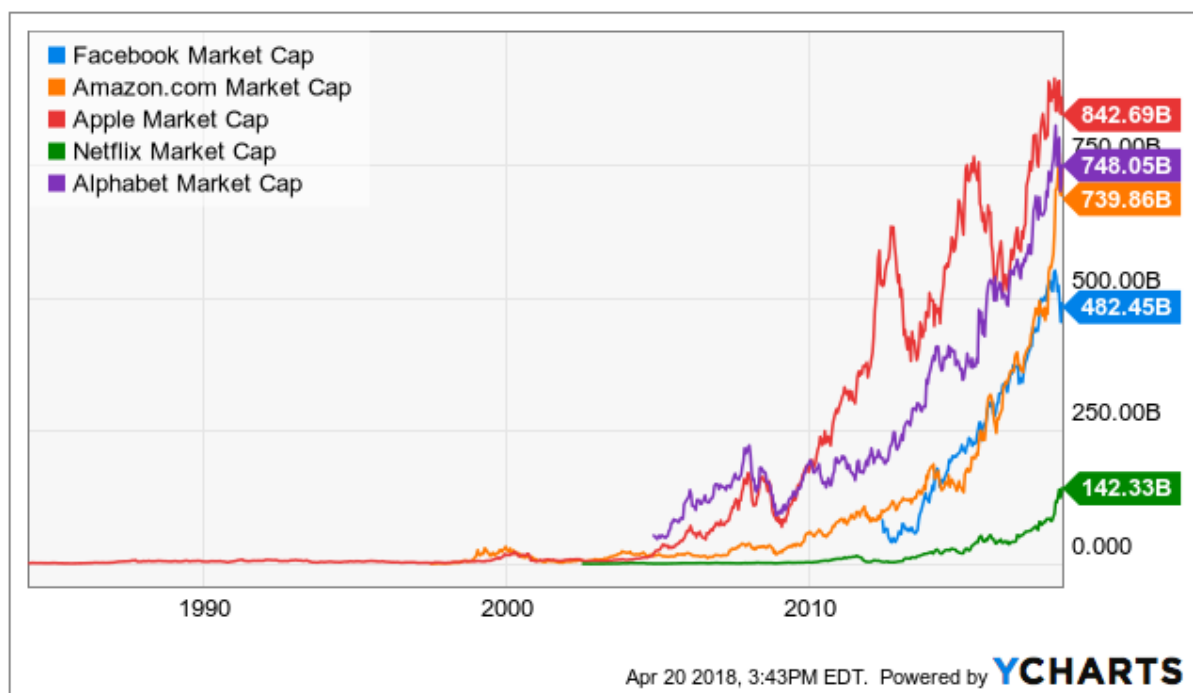
Vous pouvez apercevoir sur le graphique ci-après l'effet que ces sociétés ont sur l'évolution du S&P 500 en 2018 (jusqu'au 28 juin).

Exhibit 3: 10 stocks have contributed more than 100% of S&P 500's YTD return as of June 28, 2018

Ticker	Company	Cons. 2019E sales growth	Total return	Mkt cap weight	% of SPX Return
AMZN	Amazon.com Inc.	23 %	45 %	2.1 %	36 %
MSFT	Microsoft Corp.	10	16	2.9	18
AAPL	Apple Inc.	4	10	3.8	15
NFLX	Netflix Inc.	24	106	0.4	15
FB	Facebook Inc.	27	11	1.9	8
GOOGL	Alphabet Inc.	18	7	2.8	7
MA	Mastercard Inc.	12	31	0.6	7
V	Visa Inc.	11	17	0.9	6
ADBE	Adobe Systems Inc.	19	37	0.4	5
NVDA	NVIDIA Corp.	14	25	0.5	5
Top 10 contributors		16 %	20 %	16 %	122 %
S&P 500		5	3	100	100

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Sur le prochain graphique vous constatez la croissance de la capitalisation boursière de ces sociétés.



Ci-après vous voyez la capitalisation boursière des plus grandes sociétés au monde en 2018 comparé à 2008.

Largest US companies in 2018 vs 2008

2018				2008			
Rank	Company	Founded	USbn	Rank	Company	Founded	USbn
1.	Apple	1976	890	1.	Exxon	1870	492
2.	Google	1998	768	2.	General Electric	1892	358
3.	Microsoft	1975	680	3.	Microsoft	1975	313
4.	Amazon	1994	592	4.	AT&T	1885	238
5.	Facebook	2004	545	5.	Proctor & Gamble	1837	226
6.	Berkshire	1955	496	6.	Berkshire	1955	206
7.	J&J	1886	380	7.	Google	1998	198
8.	JP Morgan	1871	375	8.	Chevron	1879	192
9.	Exxon	1870	367	9.	J&J	1886	192
10.	Bank of America	1909	316	10.	Walmart	1962	184

Source: Bloomberg, Google

Une dernière méthode pour illustrer la capitalisation de ces sociétés est de la comparer à d'autres sociétés.

Facebook a 12 fois la capitalisation boursière de BMW. Amazon a 3.5 fois la capitalisation de Walmart Netflix a la même capitalisation boursière que Disney.

La capitalisation boursière des 30 plus importantes sociétés de l'Allemagne (DAX 30) se chiffre à 1.3 Trilliard, c'est-à-dire un peu moins que la valeur combinée des sociétés Facebook et Amazon (1.4 Trilliard).

Une hausse de 3% du cours de l'action d'Amazon équivaut à toute la capitalisation boursière de la société Carrefour, une hausse de 15 % de Facebook est égale à toute la capitalisation boursière du conglomérat allemand Siemens.

La valeur boursière de Facebook est 10 fois plus élevée que le PIB du Luxembourg (60 Milliards USD).

Sur le prochain graphique on s'aperçoit que ces sociétés jouent aussi un rôle important dans l'économie réelle.

The Top 20 R&D Spenders

Amazon moved from the number three position in 2016 to become the largest R&D spender in 2017. On the top 20 list, it is one of nine high-tech companies and one of 13 companies headquartered in the United States.

Companies in **RED** have been among the top 20 R&D spenders every year since 2005.

RANK		R&D Spending				Headquarters	Industry
2017	2016	Company	2017 US\$ Billions	Change from 2016	% of Revenue		
1	3	Amazon	\$16.1	28.3%	11.8%	North America	Software and Internet
2	4	Alphabet	\$13.9	13.6%	15.5%	North America	Software and Internet
3	5	Intel	\$12.7	5.0%	21.5%	North America	Computing and Electronics
4	2	Samsung	\$12.7	-0.1%	7.6%	South Korea	Computing and Electronics
5	1	Volkswagen	\$12.1	-7.7%	5.3%	Europe	Auto
6	6	Microsoft	\$12.0	-0.5%	14.1%	North America	Software and Internet
7	7	Roche Holding	\$11.4	14.0%	21.9%	Europe	Healthcare
8	14	Merck	\$10.1	51.0%	25.4%	North America	Healthcare
9	11	Apple	\$10.0	24.5%	4.7%	North America	Computing and Electronics
10	8	Novartis	\$9.6	0.6%	19.4%	Europe	Healthcare
11	10	Toyota	\$9.3	5.7%	3.8%	Japan	Auto
12	9	Johnson & Johnson	\$9.1	0.5%	12.7%	North America	Healthcare
13	13	General Motors	\$8.1	8.0%	4.9%	North America	Auto
14	12	Pfizer	\$7.9	2.4%	14.9%	North America	Healthcare
15	15	Ford	\$7.3	9.0%	4.8%	North America	Auto
16	16	Daimler	\$6.9	3.3%	4.2%	Europe	Auto
17	20	Oracle	\$6.8	17.8%	18.1%	North America	Software and Internet
18	17	Cisco	\$6.3	1.4%	12.8%	North America	Computing and Electronics
19	23	Honda	\$6.2	13.3%	4.9%	Japan	Auto
20	27	Facebook	\$5.9	22.9%	21.4%	North America	Software and Internet
TOP 20 TOTAL			\$194.5	9.4%	8.8%		

Note: Sums may not equal totals shown due to rounding.

Source: Bloomberg data, Capital IQ data, Strategy& analysis

Aussi longtemps que le capital est abondant et pas couteux les investisseurs vont accepter que Amazon ne réalise qu'un bénéfice minime relativement à sa capitalisation boursière et ne paye pas de dividendes et que Netflix a besoin de lever 3 milliards de capitaux pour financer l'année 2018.

Ce sont certainement des sociétés très performantes, Facebook a des Cash Flows incroyables, des marges très élevées, pas beaucoup de concurrents, la société Amazon laquelle a transformé notre vie quotidienne, est aussi le leader du Cloud au monde, un marché présentant des croissances très élevées combinées à des marges élevées. Netflix a finalement changé la façon de regarder des films, des documentaires voir des séries.

Cependant il y a des risques, qui je pense sont actuellement négligés par les investisseurs dans ces sociétés. La rentabilité de Facebook peut être altérée par des régulations, par un changement rapide du comportement des utilisateurs. Les propriétaires de la société Amazon acceptent que presque la totalité du Cash-Flow issu du département Cloud (AWS) est investi dans d'autres départements, voir souvent des aventures, à fort Cash-Flow négatif. Netflix prévoit cette année un Cash-Flow négatif d'environ 3 milliards, entièrement financé par l'émission de nouvelles dettes.

Je peux justifier ma décision de ne pas investir en 2018 dans ces sociétés par un déséquilibre du risque par rapport au retour probable. La confiance que les investisseurs mettent dans ces sortes d'actions peut brutalement changer et provoquer une chute rapide du cours et rapidement faire disparaître des mois voir des années de performance positive.

Je ne suis cependant pas payé pour développer des rapports détaillés mais pour faire de l'argent. Et au moins jusqu'à présent je dois avouer que j'ai fait une erreur de ne pas investir dans ces sociétés.

B. Concrètement

L'exposition prudente n'a pas changé. Le fond est actuellement bien assuré contre beaucoup de risques. En faite un risque est un état inventé par l'être humain, le risque n'existe pas dans la nature. Personne ne connaît tous les évènements probables futurs, beaucoup de risques actuels sont donc aussi inconnus.

Le fonds n'a pas payé beaucoup en termes de performance pour cette assurance. En effet seulement l'indice S&P 500, des majeurs indices boursiers, a mieux progressé. Cependant les indices boursiers sont toujours investis à 100 % et ainsi hautement exposés 24/7 à toute sorte de risque.

J'aimerais encore vous décrire les raisons de mes spéculations sur une baisse du marché global voir de certaines actions.

En effet de première vue il semble non logique de spéculer à la baisse. Sur le long terme les indices boursiers ne font qu'augmenter (au moins dans le passé).

Ensuite l'humanité a engendré d'énormes progrès surtout après la période éclaircissement et l'invention de la machine à vapeur. Ceci devrait hors cas extrêmes (guerres, catastrophes naturelles) continuer dans le futur.

En plus il s'agit d'une activité très stressante, parce qu'on perd en relative et même parfois en absolu pendant des longues périodes pour gagner beaucoup très rapidement. On peut souffrir pendant des mois, voire des années pour gagner tout pendant quelques jours.

Finalement l'activité n'est pas reconnaissable car la somme l'insatisfaction expérimentées des investisseurs dans un fonds pendant une longue période n'est pas égale au bonheur expérimenté pendant un très courte période. (En fait tout dépend du suivi de l'évolution d'une action, voire d'un fonds. Un suivi à long terme évite de subir les effets psychologiques dus aux pertes à court terme)

Pourquoi je le fais alors ?

Depuis que j'ai commencé à investir dans des les marchés financiers en 1996, j'ai réussi à atteindre les meilleures performances les années après des fortes chutes boursières.

Deux conditions nécessaires de cette bonne performance après des corrections sont la capacité financière et la capacité psychologique d'investir dans ces situations extrêmes.

Une raison importante d'un crash boursier est le manque de liquidité. Des investisseurs qui ont investi sur crédit sont forcés à vendre leurs actifs financiers car la valeur qui garantit le prêt est tombée en dessous d'un certain seuil. Ces investisseurs sont alors des « forced sellers », ils ne désirent pas vendre car ils se rendent compte du prix de vente non attractif, mais ils sont forcés par leur créancier.

Pouvoir être acheteur quand la plupart des investisseurs sont des vendeurs forcés permet d'acheter à des prix souvent déraisonnables (en quelque sorte logique, car les vendeurs n'ont pas vendu de leur propre gré).

La deuxième condition nécessaire est plus difficile à comprendre mais chaque investisseur qui a vécu une majeure correction boursière peut la comprendre. Il ne suffit pas d'avoir la liquidité, il faut aussi avoir le courage.

L'environnement d'une majeure correction boursière est caractérisé :

1. Par une baisse des prix de presque tous les actifs meubles et immeubles. L'investisseur est confronté à une baisse de son patrimoine entier ;
2. Les investisseurs professionnels risquent, au moins leur bonus, au pire leur travail. La même chose vaut pour des investisseurs privés ayant des occupations sensibles aux conjonctures économiques. Ceci en présence d'une baisse du patrimoine (premier point) ;
3. Les nouvelles deviennent encore plus négatives que d'habitude. Le futur semble encore plus incertain. L'exposition continue au stress provoque une augmentation du niveau du cortisol, une hormone destinée à nous aider à faire face au stress mais qui peut provoquer une peur irrationnelle de prendre des risques et même mener à la dépression. On voit le monde par un filtre encore plus négatif qu'il est en réalité pendant une telle crise.

Je dois avouer que je ne serai pas en mesure d'aller à l'encontre d'un tel marché en baisse comme d'ailleurs la plupart des investisseurs (ce qui est logiquement une condition nécessaire de l'existence de la crise).

Un remède facile à comprendre mais difficile à appliquer est d'avoir une performance positive pendant une majeure correction des marchés boursiers.

On est financièrement et psychologiquement dans la mesure d'acheter sans avoir peur de ne pas acheter au plus bas, car on sait qu'on n'a déjà par exemple 25% d'avance sur le marché.

Evidemment tout ceci n'a qu'une raison si on arrive à cibler plus ou moins une telle baisse. Et je me rends compte que les marchés peuvent positivement évoluer pendant des années et que la sécurité a un coût élevé.

Je considère l'exposition très prudente actuelle plutôt comme une assurance pour être bien en mesure d'investir le moment venu que comme une spéculation agressive sur une baisse.

Depuis 1926 le retour moyen du S&P 500 était de 10%, presque la moitié de la performance étant due aux dividendes. Cependant le mode est très différent de la moyenne. Rarement le S&P 500 a terminé l'année avec un plus d'environ 10%. Plus de 25% des performances annuelles étaient supérieures à 20%. 65 fois depuis le S&P 500 a progressé pendant une année, en moyenne de 22% et 24 fois il a décliné d'une moyenne de 13,6%.

Trois fois depuis 1928 le S&P a perdu pendant 4 années d'affiliées.

Au moins si on regarde le passé il est peu probable que le marché reste très stable pendant des années d'affiliées. Evidemment il faut éviter de tirer des conclusions prématurées des performances passées. Toutefois ce qui est certain est que la plupart des agents financiers professionnels gagnent plus d'argent dans des marchés qui progressent ou reculent pour pouvoir reprogresser que dans des marchés très stables.

Espérons qu'on est de nouveau dans une telle situation.

Marc Daubenfeld

