**Ceci n’est pas un conseil !** \*

Jean-Marie Choffray \*\*

20 Septembre 2015. Révisé Sept. 30.

***Résumé***

*La « Grande Récession de 2008 » a un mérite. Un seul ! Elle a rendu public le fait que personne ne savait exactement ce qui s’était passé, ni ce qui se passait. Pourquoi une telle crise de confiance avait-elle vu le jour ? Quelles en seraient les conséquences ? Toutes et tous se sont trompés, y compris les meilleurs. Même celles et ceux qui étaient convaincus d’avoir raison ! Plus que jamais, l’incertitude, la saine et souveraine incertitude, garantit la liberté de l’investisseur... et du professeur !*

**Evitons toute ambiguïté…**

Comme l’exprime, sans la moindre équivoque, le titre retenu – *Ceci n’est pas un conseil !* –, les « *Notes de marchés* » rassemblées dans ce document ne constituent pas des « *Conseils* », de quelque nature que ce soit ! Et, si vous aviez le sentiment qu’elles pourraient quand même en formuler, et que je chercherais à fuir mes responsabilités, je vous inviterais, sans hésitation, à ne pas les suivre ! « *Always stay free of others’ advice and of any past decision,* » comme je le répète à longueur de cours et de séminaires portant sur l’investissement.

Si j’en ai le courage...? j’enrichirai ce document d’une page d’observations tous les mois, afin de conserver le contact avec les nombreux étudiants qui ont suivi mes enseignements sur l’*Art d’Investir Avec Internet* (« *Internet-Based Global Investing* ») au cours des dix dernières années. Voyez-y, si vous le voulez, une forme d’excuse pour avoir fait le choix de ne jamais répondre aux questions, ni aux messages, qu’ils m’adressent régulièrement. Aussi, peut-être, le souhait de m’imposer le travail que j’aimerais les voir accomplir…

\* Ne peut être reproduit ni diffusé sans l’autorisation écrite de l’auteur.

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

Profil : <http://www.hec.ulg.ac.be/?q=user/73>

Réflexions : <http://orbi.ulg.ac.be/simple-search?query=jean+marie+choffray>

**Mieux vaut savoir…**

« *The men who can manage men manage the men who can manage only things, and the men who can manage money manage all.* » (W. & A. Durant, 1968)

Quels que soient nos a priori, *Internet* comptera au nombre des bouleversements les plus importants ayant touché le domaine de la finance et de l’investissement au cours des dix dernières années. Son utilisation bouleverse la gestion de l'épargne mondiale autant que l'arrivée de l'ordinateur individuel dans le domaine de la gestion de l'information et contribue à créer un *nouvel espace de liberté, d’égalité et de responsabilité*.

Investir : c’est croire en l’avenir. C’est renoncer en partie au présent pour donner vie au futur. C’est tourner le dos aux « *Bouffeurs d’espoir* » et à l’illusoire confort du *statu quo*. C’est accepter que le travail patient, l’abnégation et le courage soient les moteurs du progrès. Enfin, et surtout, c’est oser « *Oser* » ! L’investissement est une industrie à part entière, comme toutes les autres. C’est une activité parfaitement noble, à forte valeur ajoutée, et à très haut contenu intellectuel et technologique. Seuls, les sots et les profiteurs - les sots étant parfois aussi des profiteurs - le voient autrement. Dans le brouillard du monde à venir, il est essentiel que chacun sache que, plutôt que de se plaindre, il lui est possible de s’impliquer dans ce domaine en fonction de son expertise, de son expérience, de son courage et de son ambition. Apprendre au plus grand nombre à investir prudemment et intelligemment constitue une réelle opportunité de construire un rapport dépassionné avec cette technologie exceptionnelle de financement de l’innovation, de la croissance économique et du bien-être qu’on appelle les marchés. *« Free enterprise exchange economy* » et liberté individuelle sont les reflets d’une même réalité. Dans le palais des illusions dans lequel semble vivre notre monde, un tel enjeu me semble mériter l’attention.

Aujourd’hui, aucune économie significative ne pourrait envisager d’être coupée du réseau mondial de collecte de l’épargne et de financement existant. Dans un éditorial du *Washington Post* du 2 mars 2014, dont on ne peut imaginer qu’il soit le fruit du hasard vingt-quatre heures après l’invasion de la Crimée par l’armée russe, et évoquant les conséquences de cette action, on peut lire : « *The most powerful non-military tool the United States possesses is exclusion from its banking system. Mr. Obama should make clear that if Russia does not retreat from Ukraine, it will expose itself to this sanction, which could sink its financial system. Russia’s economy, unlike that of the Soviet Union, is heavily dependent on Western trade and investment. It must be made clear to the Kremlin that the Ukraine invasion will put that at risk.* » Inattention, ou priorité réelle? Dans une tribune au journal « *Le Figaro* » (25 mars 2014), à la veille d’une visite d’Etat commémorant le cinquantième anniversaire de la décision du général de Gaulle d’établir des relations diplomatiques avec la Chine de Mao Zedong, le président chinois Xi Jinping exprime les dimensions clés d’un partenariat mutuellement profitable avec la France. Parmi les secteurs de coopération, de développement et d’investissement conjoint souhaités, un seul est cité à… plusieurs reprises : celui de la « *Finance* » !

Toujours selon *Le Figaro*(25 juin 2014), le premier ministre Français, Manuel Valls, en déplacement au siège du Groupe AXA, prit le contre-pied du candidat François Hollande qui avait lancé en 2012 lors de sa campagne présidentielle : « *Mon adversaire, c'est le monde de la finance… Sous nos yeux, en vingt ans, la finance a pris le contrôle de l'économie, de la société et même de nos vies.* » Il se vit remettre par Henri de Castries un fac-similé du contrat d'assurance vie de Jean Jaurès ; contrat qu’il avait contracté auprès de **L'Urbaine** pour un montant de « *50.000 francs or* ». De l’ordre de quarante fois plus aujourd’hui ! Enfin, dimanche 6 juillet, aux Rencontres Economiques d’Aix-en-Provence, Michel Sapin, ministre des Finances, assura que la « *bonne* » finance était « *l’amie* » du gouvernement et de l’économie… « *Only a fool never changes his mind!*»

**Construire notre devenir…**

N’en déplaise aux théoriciens de la décroissance, le développement économique n’est pas un luxe. C’est une nécessité ! Sans croissance, la misère se développe exponentiellement, dans la mesure où il est généralement impossible de redistribuer ce qui a déjà été réparti. Seuls les fruits de la croissance peuvent atténuer les inégalités et ouvrir de nouveaux horizons aux plus créatifs, aux plus inventifs et aux plus travailleurs. Le développement économique alterne naturellement phases d’exubérance et de raison. La clé est dans l’affirmation de la liberté d’entreprendre, le respect de la liberté d’investir, et la confiance en la capacité des hommes à construire leur devenir.

Mettre en valeur les opportunités que recèlent le financement du développement du monde, ainsi que le financement de la recherche, de la mise au point, et du déploiement des technologies sur lesquelles repose notre devenir, constitue une stratégie intelligente (Bernanke, 2013). Il est essentiel que soient développées de nombreuses entreprises et activités nouvelles dans ce secteur pour accompagner et soutenir les créateurs, les innovateurs, les entrepreneurs, et leur permettre de construire leurs rêves, de réduire leur risque et d’accéder à la liberté. L’évolution technologique aidant, il n’est plus impossible de mettre la puissance des marchés au service de vos objectifs et, pourquoi pas, au service du « *Bien* ». Comme : « *There is no other business than the business that you own* », il est urgent de créer, au départ de l’Europe en particulier, de nouvelles sociétés d’investissement autonomes et performantes, tout en conservant à l’esprit l’observation de Mahatma Gandhi : « *First they ignore you, then they ridicule you, then they fight you, then you win.* » C’est donc à vous qui me lisez, et à vous seuls, qu’appartient la responsabilité de découvrir et de mettre en valeur, au cœur du « *Désert des marchés* » – que définissent transactions virtuelles, actifs synthétiques et systèmes intelligents d’analyse et de décision –, les oasis d’opportunités et autres gisements de richesse et d’emplois, qu’il recèle.

**L’art d’investir avec Internet…**

« *C’est facile de gagner de l’argent sur les marchés. Tout le problème est de ne jamais en perdre !* » L’art d’investir avec internet (Choffray, 2012) décrit une méthodologie d’investissement qui repose sur de nombreuses années d’observation. Cette approche part d’une conceptualisation du marché en termes de comportement d’investissement observé et d’aversion au risque, pour adapter sa stratégie en fonction de l’état considéré. Elle aboutit à l’identification d’opportunités présentant les caractéristiques requises, en termes de création de valeur économique, de croissance de la rentabilité, de ratio prix/croissance et de crédibilité managériale. Les investissements sont réalisés sur de courtes périodes, en respectant scrupuleusement le cycle trimestriel de l’actif sous-jacent. Enfin, la prise en considération de la dynamique comportementale (psychologie des foules…) et de l’impéritie des dirigeants (refus de l’exigence de performance…), offre souvent des opportunités asymétriques en termes de résultats. La mise en œuvre simultanée de ces principes – qui constituent autant d’hypothèses à valider par vous-même –, a pour objectif de réduire, autant que faire se peut, la probabilité d’échec et la perte de valeur.

Mais, restons modestes ! « *La conviction selon laquelle s’enrichir est un droit assuré par ce qu’on prend pour une intelligence financière exceptionnelle est lamentablement fausse* » (Galbraith, 1992). Les épisodes euphoriques, ou la hausse provoque la hausse et la baisse engendre la baisse, sont internes au marché lui-même. Ces épisodes impliquent toujours une dette excessive – on parle de *levier* –, par rapport aux actifs sous-jacents. Et ils sont, généralement, farouchement soutenus par ceux qui en profitent et fustigent ceux qui ont l’audace de douter…

**Seuls les « *Paranos* » survivent…**

Restons méfiants quant aux intentions réelles de ceux qui disent vouloir notre bien. Démagogie, incompétence et corruption ont toujours rythmé la vie politique et ponctué l’action publique. De tout temps, l’Etat a cherché à s’approprier l’épargne privée par des prélèvements excessifs sur le revenu du capital et/ou sur le capital lui-même, ainsi que par d’autres mécanismes tels que des taux d’intérêt nuls (ZIRP, *Zero Interest Rate Policy*), une inflation réelle d’origine monétaire ou, plus subtilement encore, des Dépenses Non Admises (DNA). Inconscient et/ou indifférent au fait que trop d’impôt tue l’impôt, comme l’illustre la célèbre courbe de Khaldun–Laffer. Après moi…, le déluge !

S’il est une chose que la situation exceptionnelle que nous avons vécue au cours de la « *Grande Récession de 2008* » a prouvé, c’est bien qu’il est illusoire d’imaginer que nous pourrons continuer à financer la croissance dont dépend notre mode de vie par l’endettement. Il est d’ailleurs tout aussi illusoire d’imaginer pouvoir la financer par la cession d’actifs industriels et/ou financiers, tant il est vrai qu’on ne peut les céder qu’une seule fois ! Les entreprises non performantes, que nous refusons de restructurer, ou dont nous avons perdu le contrôle par manque de courage et d’objectivité dans la définition des conditions légales, règlementaires et fiscales qui en régissaient le fonctionnement, ne pourront non plus contribuer activement à notre devenir. La phase d’adaptation et de remise en question profonde à laquelle nous sommes invités, et que nous ne pourrons que très difficilement repousser, nous invite donc à redécouvrir, dans toute sa radicalité, la « *Noblesse* » du travail utile aux autres. C’est-à-dire, le plus souvent, du travail… économiquement productif !

**A propos de compétence et d’honnêteté…**

Steve Jobs voulait créer le premier groupe d’informatique grand public. Il le fit! « *Beware of those who are crazy enough to tell you that they are going to change the world, usually they do it.* » En 2012, **Apple** devint la première capitalisation boursière mondiale, dépassant six cents milliards de dollars, soit une fois et demi le PIB de la Belgique. Pourtant, je me rappelle une anecdote à l’été 2001 l’impliquant dans un désaccord avec le journal *Fortune* concernant la valeur de ses stock-options. L’histoire retiendra qu’ils se trompèrent tous les deux magistralement ! Illustrant à merveille le fait que les dirigeants et les analystes financiers ne sont pas les mieux placés pour évaluer la valeur économique des entreprises qu’ils dirigent ou qu’ils analysent. Un autre problème apparut également en 2006 sur l’attribution par **Apple** de stock-options antidatées qui montra que, même dans les entreprises les mieux gérées et les plus performantes, la cupidité de certains dirigeants ne semblait pas avoir de limite !

Si elles ne moururent pas toutes, toutes, y compris les plus grandes banques mondiales, se trompèrent et furent touchées très sévèrement par la « *Grande Récession de 2008* ». J.P. Morgan, elle-même, essuya des pertes considérables – de l’ordre de $6 Milliards, soit trois pour cent de ses fonds propres –, au printemps 2012. Le témoignage devant une commission spéciale du Sénat de sa Vice-Présidente en charge des investissements, Ina Drew, constitue l’illustration parfaite des maux de ce secteur : modèles de calcul des risques erronés, système de contrôle interne insuffisant, irresponsabilité des acteurs impliqués, refus de la réalité, approximations comptables et autres « *Contrevérités* » proférées par les dirigeants, diffusées avec enthousiasme par les medias ! Comme l’observe Galbraith (1992) : « *Nous associons d’instinct une intelligence peu commune aux fonctions de direction des grandes institutions financières – grandes banques, sociétés de placement, compagnies d’assurance et maisons de courtage… En réalité, l’individu ou les individus qui peuplent les sommets de ces institutions sont souvent là parce que, comme il est de règle dans toute grande organisation, ils étaient, des divers talents en lice, les plus « prévisibles » intellectuellement, et donc les moins dangereux pour la bureaucratie. Lui, elle ou eux sont alors revêtus de l’autorité, qui encourage leurs subordonnés à acquiescer, leurs acolytes à applaudir, et interdit l’opinion contraire ou la critique…* »

Dans un ouvrage récent, Elisabeth Warren (2014) – *Chairwoman of the Congressional Oversight Panel for the Troubled Asset Relief Program* –, relate un échange avec Lawrence Summers – *Director of the National Economic Council and a top economic adviser to President Obama* –, au cours duquel ce dernier « *… offered me some advice… I had a choice. I could be an insider or I could be an outsider. Outsiders can say whatever they want. But people on the inside don’t listen to them. Insiders, however, get lots of access and a chance to push their ideas. People* – *powerful people* – *listen to what they have to say. But insiders also understand one unbreakable rule: They don’t criticize other insiders.* »

Dans un autre registre, les dissensions publiques entre Bill Gross (Kolhatkar, 2014), fondateur et CEO de **Pimco**, le plus grand fonds d’investissement obligataire mondial – qui récemment se posait une question existentielle : « *Am I Really Such a Jerk ?*» – et Mohamed El-Erian, son vice-président opérationnel et CIO, auquel on attribue le propos « *I'm tired of cleaning up your shit !* », illustrent parfaitement le gouffre qui sépare une réalité souvent conflictuelle de l’image d’Épinal que cherchent à diffuser les entreprises et leurs dirigeants…

Enfin, et pour conclure sur l’art… politique: la célèbre exclamation de Jean-Claude Juncker (2011) : « *When it becomes serious, you have to lie…* » Et l’élan recent de spontanéité de Barack Obama (2014) « *I'm just telling the truth now. I don't have to run for office again…* » Sans commentaire !

**L’économie est une science exacte…**

« *Free institutions offer a surer, if perhaps at times slower, route to the ends men seek than the coercive power of the state* » (Milton Friedman, 2002).

Si l’on fait abstraction de tout ce que certains pourraient avoir intérêt à nous faire croire, l’économie est une… science exacte ! On peut, en faisant appel au simple bon sens, en résumer les principes fondamentaux sous la forme suivante. Ces principes se retrouvent, plus formellement, dans les textes fondateurs de Milton Friedman (2002), Friedrich Hayek (1945) et   
  
Henry Hazlitt (1946).

* Un système économique, quelle qu’en soit la nature, ne peut distribuer que ce qu’il produit. Dans un contexte politique donné, il ne peut aisément redistribuer que les fruits de la croissance.
* Si un système économique distribue plus que ce qu’il produit, il s’endette. A terme, il n’a d’autres choix que de rembourser, de voler ou d’anéantir ses créanciers.
* Un système économique décentralisé (*Bottom-Up*, de type « *Capitaliste* ») conduit toujours à une concentration de richesses qu’il faut, lorsqu’elle devient socialement inacceptable, corriger par une redistribution partielle, acceptée ou imposée.
* Un système économique centralisé (*Top-Down*, de type « *Socialiste* ») conduit toujours à l’inefficacité, à la corruption et à la perte de libertés essentielles… « *The road to serfdom ?* »
* Il n’est de plus efficace système de répartition des ressources disponibles que celui qui repose sur l’interaction d’une multitude d’acteurs libres, informés et responsables. Toute ressource trouve alors une utilisation conforme à sa productivité marginale.
* Le moyen le plus sûr de détruire une société est de détruire sa monnaie. C’est pourquoi la production de « *fausse monnaie* » – récemment, de « *vraie* » fausse monnaie ! –, doit être strictement encadrée, voire interdite.
* La prise en considération des effets décalés dans le temps, des effets non désirés ou intangibles, et des conséquences pour l’ensemble des acteurs concernés, est essentielle à la compréhension et à la mesure de l’efficacité économique.

En fait, tant le socialisme éclairé que le capitalisme exalté ne semblent pas produire de résultats à la hauteur des espoirs qu’ils suscitent chez ceux qui les préconisent. « *The critics of capitalism are right when they reject policies that accept hunger today while promising affluence tomorrow (and they are right when they question the promise). The critics of socialism are right when they reject policies that accept terror today on the promise of a humane order tomorrow (and, again, when they question whether such a tomorrow is believable)* » (Berger, 1974).

Mais…, « *History suggests that an impersonal free market economy is a necessary condition for political freedom… It separates economic activities from political views and protects men from being discriminated against in their economic activities for reasons that are irrelevant to their productivity*» (Milton Friedman, 2002). N’en déplaise à Thomas Piketty (2014) et à Paul Krugman (2014), la solution aux problèmes que crée l’inégalité observée dans nos sociétés, réside bien plus dans la généralisation de l’accès à une éducation de qualité – et, surtout, à une éducation socialement et/ou économiquement utile ! – que dans les illusoires bienfaits d’un élargissement du rôle de l’Etat dans la vie économique.

Comme nous le découvrons tous dans la vie, toutefois, « *Il est vain d’espérer faire comprendre quelque chose à quelqu’un qui est payé pour ne pas le comprendre !* »

**Intelligemment « *Protéger* » notre tissu industriel et financier…**

Au cours de son histoire, la Belgique n’a pas connu de plus graves désastres économiques que le démantèlement de la ***Société Générale de Belgique*** et l’effondrement du ***Groupe Fortis***. Le fait que ces dossiers aient été traités politiquement en quelques jours, ou en quelques mois, témoigne de l’incompétence et de l’irresponsabilité de celles et ceux qui en étaient les principaux acteurs. La vie offre rarement des exemples aussi patents de la légèreté avec laquelle un groupe social peut dilapider le fruit du travail de plusieurs générations. En France, la chronique récente de Christine Kerdellant (2014) dans *L’Express*, judicieusement intitulée : « ***Alstom****, dégât collatéral de l’autisme économique* », illustre parfaitement le fait que dans ce domaine « *Beaucoup d’hommes politiques sont bipolaires : ils veulent à la fois garder leurs entreprises et pouvoir les martyriser…* »

Quant à vous, n’en doutez jamais ! L’entreprise ne constitue pas seulement le présent de l’homme. Elle est son devenir ! Il est essentiel que les pouvoirs publics prennent conscience de l’absolue nécessité de protéger le tissu industriel et financier, et les centres de décision et de contrôle stratégique, dont dépend le bien-être futur. Créer les conditions juridiques, fiscales et réglementaires favorables au renforcement des fonds propres des entreprises de toute nature et à leur développement ; susciter l’adhésion la plus large à la nécessité et à l’utilité d’être performant économiquement ; faire comprendre que rester maître de son devenir exige d’exercer un contrôle visionnaire dans la conduite des entreprises clés, devraient être au cœur de la « *Politique de vérité* » mise en place par toute autorité compétente soucieuse du bien commun.

Souvent, dans notre environnement direct, comme ailleurs, la facilité, l’inconséquence et l’indifférence ont conduit à sacrifier l’outil industriel, commercial et/ou financier sur l’autel de la paix sociale et de l’illusoire gratitude de ceux qui en profitent. Dans la réalité, opposer rentabilité à court terme et performance finale ne sert jamais que les intérêts de ceux qui, défendant ce point de vue, en vivent généralement confortablement.

**Professeurs et investisseurs : même combat…**

Autant l’avouer. Je ne comprends pas grand-chose à l’investissement. J’apprends, par contre, tous les jours, conscient de mes limites et pas très fier d’en savoir si peu après tant d’années consacrées à l’étude, à la recherche et à l’enseignement des mécanismes de fonctionnement des entreprises, des modes d’évaluation de leur performance et de l’organisation de leur financement. Laurence Peter n’avait sans doute pas tort en rappelant que: « *People tend to be promoted until they reach their position of incompetence.* »

Mais, plus les années passent et plus je perçois de profondes similitudes entre le métier de professeur et celui d’investisseur. Ainsi, étudiants et dirigeants semblent toujours vouloir la meilleure note – capitalisation boursière et/ou moyens de financement –, en fournissant le moins d’effort possible. Parfois, ils sont même prêts à tout pour y arriver… L’expérience enseigne que les plus intelligents ne sont pas toujours les plus travailleurs, ni que les plus prolixes ne sont pas nécessairement les plus honnêtes ! Ainsi, en matière de création responsable de valeur économique et de génération de croissance rentable : « *Ne faut-il que délibérer ? La cour en conseillers foisonne. Est-il besoin d’exécuter ? L’on ne rencontre plus personne.* » (« *Conseil tenu par les rats* », Jean de La Fontaine).

A celles et ceux qui découvriront dans mes « *Notes de marchés* » ce domaine passionnant – et Oh ! combien stratégique –, il ne me reste qu’une chose à souhaiter : bon appétit !

\* \*

\*

**Références**

Bernanke B. S., 2013, *Economic Prospects for the Long Run*, (Washington, The Federal Reserve, May 18).

Berger P., 1974, *Pyramids of sacrifice: political ethics and social change*, (New York: Penguin Books).

Choffray J. M., 2012, "L’art d’investir avec internet", dans F. Longin, *Gestion de Patrimoine : Clés et Outils*, (Paris, Essec Press). *Web*Paper (Université de Liège, <http://orbi.ulg.ac.be>).

Durant W. & A., 1968, *The Lessons of History*, (New York: Simon & Schuster).

Friedman M., 2002, *Capitalism and Freedom*, (Chicago: University Press).

Galbraith J. K., 1992, *Brève histoire de l’euphorie financière*, (Paris: Editions du Seuil).

Hazlitt H., 1946, *Economics in One Lesson*, (Auburn: Ludwig von Mises Institute).

Hayek F. A., 1945, "The use of knowledge in society", *American Economic Review*, Volume XXXV, Number Four.

Kerdellant C., 2014, "Alstom, dégât collatéral de l’autisme économique", *L’Express*, (Paris, 7 Mai).

Krugman P., 2014, "Capital in the Twenty-First Century", *The New York Review of Books*, (New York, May 8).

Kolhatkar S., 2014, "Pimco’s Bill Gross Picks Up the Pieces", *Bloomberg Businessweek*, (New York, April 10).

Piketty T., 2014, *Capital in the Twenty-First Century*, (Boston: Harvard University Press).

Warren E., 2014, *A Fighting Chance*, (New York: Metropolitan Books).

Xi Jinping, 2014, "Entre la Chine et la France, un partenariat mutuellement profitable", *Le Figaro*, (Paris, 25 mars).

**Notes de marchés**

* 15/02/2014 Un peu de bon sens… La partie est jouée : JE ramasse les mises ! 10
* 15/03/2014 Le chien n’est pas le meilleur ami de l’investisseur… 11
* 15/04/2014 Investissez… couverts ! 12
* 15/05/2014 r > g ? Pas si sûr… 13
* 21/06/2014 Réflexion sur les paris sportifs… 14
* 25/06/2014 Ce rien qui n’existe pas, et qui, peut-être, est… 15
* 10/07/2014 Le temps des tulipes… 16
* 11/07/2014 Investisseur ou enchanteur ? La magie de l’endettement… 17
* 12/07/2014 Tout va très bien Madame la Marquise… 18
* 13/07/2014 Tout est bon dans le cochon… 19
* 15/07/2014 Il faut sauver le soldat Entreprise… 20
* 17/07/2014 Print, baby, print… 21
* 18/07/2014 Greed is good… 22
* 20/07/2014 Un pacte avec le diable… 23
* 27/07/2014 Comment gagner des sous… 24
* 31/07/2014 Merci l’ami… 25
* 30/01/2015 Le réveil des claviers… 26
* 06/02/2015 Un éloge du capitalisme… 27
* 08/02/2015 Ma liberté d’investir… 28
* 25/02/2015 La modestie…, ça s’apprend ! 29
* 01/03/2015 Abracadabra…  (2,19 x 1,14) - 1,19 = 1,30 ! 30
* 03/03/2015 La trappe à illusions… 31
* 04/03/2015 Apocalypse ? Not now… 32
* 05/03/2015 If you can’t beat them… 33
* 03/04/2015 Babillage de potaches… 34
* 08/04/2015 Bonjour réalité… 35
* 23/04/2015 Le roi est nu… 36
* 24/04/2015 Jab, Cross, Left Hook, and… FINISH ! 37
* 01/05/2015 Toute entreprise bien portante… 38
* 14/05/2015 One life. One shot. Make it count… 39
* 15/05/2015 Et, le gagnant n’est pas… 40
* 16/05/2015 A qui on a beaucoup donné… 41
* 17/05/2015 Voyage en absurdie… 42
* 19/06/2015 Observer et écouter le chant des *Yieldco*… 43
* 24/06/2015 Le désir est hypocrite… 44
* 01/07/2015 Vieux, mais pas obsolète… 45
* 08/07/2015 La fin des haricots… ? 46
* 15/09/2015 Enfin, l’explication : « Couper/Coller »… 47
* 18/09/2015 ZIRP forever ?... 48
* 19/09/2105 Ne tirons pas sur l’ambulance… 49
* 30/09/2015 Stay Hungry. Stay Foolish… 50

**Un peu de bon sens… La partie est jouée : JE ramasse les mises !\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **15 Février 2014.**

Nul ne sait ce que nous réserve l’avenir ! Mais, pour ceux qui ont la mémoire longue, ou qui ont récemment relu « *a short History of Financial Euphoria* »  de J.K. Galbraith, ce que nous vivons aujourd’hui rappelle bigrement ce que nous avons vécu au début de l’année 2000 : quelques leaders technologiques dont la capitalisation boursière semble avoir perdu tout sens de la gravité ; de très nombreuses sociétés moyennes dont le *Price Earnings Ratio* et la croissance réelle ne semblent plus faire bon ménage ; enfin, une multitude de petites sociétés dont la performance opérationnelle rappelle la beauté et l’éclat des tulipes hollandaises…

« *It’s not the FED… It’s the lack of real growth, stupid!* », serais-je tenté d’écrire. Le mois de Mars 2014 risque d’être long. Avril aussi. Peut-être même, l’été sera-t-il meurtrier ? C’est pourquoi, pour une période indéterminée, mais sans doute pour les trois à six mois à venir, je suis devenu « *Net Short* »  sur le Nasdaq et le S&P500. Après tout, les ETF inverses (PSQ, SH, DOG…, voire leurs versions « *vitaminées* », si vous aimez la volatilité) ne sont pas là que pour ces « *Chiens de spéculateurs* », pour reprendre une expression qui semble donner bonne conscience de nos jours à bien des sots !

La vraie question, bien sûr, est de savoir si notre monde n’est pas déjà entré dans la troisième phase de la transformation profonde qu’il subit depuis 2007 (Lire sur ce point « *Bienvenue dans le désert des marchés*», disponible sur ***Orbi***). Des décennies durant, il a vécu d’une croissance alimentée par un endettement et une énergie bon marché. L’accroissement de l’endettement n’appartenant sans doute plus au domaine des possibles, du moins à court terme – ce que semble confirmer le propos de Jean-Laurent Bonnafé dans *Le Figaro* de ce jour, évoquant, au passage, un coût du capital de 10% ! –, il faudra bien que le prix de l’énergie baisse, d’une façon ou d’une autre. Et, ce pourrait bien être de… l’autre ! A cet égard, la fin des jeux de Sotchi devrait contribuer à clarifier la situation géopolitique dans les semaines et les mois à venir.

Bien sûr, que celles et ceux qui connaissent une reprise réelle dans leur région du monde, dans leurs entreprises et dans leurs activités ignorent cette *Note de Marchés*… qui ne mérite pas plus que de se perdre « *In the Clouds* » !

*\* Cette «****Note de marchés****» ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Le chien n’est pas le meilleur ami de l’investisseur…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **15 Mars 2014.**

Si vous ne l’aviez pas déjà remarqué, le meilleur ami de l’investisseur n’est pas le cheval, ni le chien. C’est le marché ! C’est même, sans doute, son seul ami. Et, comme tous les amis, il attend de vous que vous le respectiez…

Nous avons, au cours de ces derniers jours, franchi une étape supplémentaire dans la direction d’une éventuelle correction significative du marché. Pour preuve, l’évolution de l’indice Dow Jones (DJIA) et de sa volatilité (VXD) reprise dans les deux graphiques qui suivent. Evolution que je vous invite à compléter par des analyses comparables (MACD) sur les indices SP500/VIX et NASDAQ/VXN, en utilisant des données quotidiennes et hebdomadaires.

(Source : ***Big*Charts**, 14/03/2014)



Mais…, les grandes révolutions technologiques et/ou économiques sont souvent là où on les attend le moins. Le progrès est, d’abord, invraisemblance ! Il se manifeste toujours au travers de petites découvertes, et/ou de petits changements, généralement considérés comme étant impensables, improbables, impossibles ! La progression récente des capitalisations boursières et des volumes d’échange dans le secteur des énergies nouvelles et, particulièrement, dans celui des piles à combustible (« *Fuel Cells* ») mérite d’être conservée à l’esprit. Les résultats trimestriels, négatifs, des acteurs les plus représentatifs (BLDP, FCEL, PLUG, HYGS…) sont moins mauvais… qu’anticipés par les analystes ! Surtout, ils confirment une potentialité de croissance opérationnelle réelle.

Ainsi…, naissance d’un nouvel écosystème ou *Pschitt* ? Réponse dans deux ans ! Et, le référendum de ce weekend en Crimée – on peut le déplorer –, ne devrait rien y changer…

*\* Cette «****Note de marchés****» ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.**Investissez… couverts !\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **15 Avril 2014.**

Si vous avez parcouru les documents que j’ai déposés sur ***Orbi***? sans doute vous rappelez-vous l’histoire du banquier belge – qui ne l’est plus aujourd’hui ! –, qui en 2007, s’adressant à un client confronté à un problème momentané de trésorerie, éructa : « *Si votre entreprise ne peut dégager plus de rentabilité…, vous n’avez qu’à vendre des bananes !* » Douze mois plus tard, il en reçut une caisse pleine, lorsque « *sa* » banque fut déclarée en faillite technique !

Peut-être aussi, connaissez-vous l’histoire de ce « *Broker* » Américain qui, à l’automne 2012, envoya le message suivant aux utilisateurs de ses services ? « *Dear Valued Client, We would like to inform you about a new business policy that has been implemented and will impact your account. After careful consideration, we have made the business decision to no longer open new accounts or handle new business transactions for clients located in certain foreign countries. Our records indicate that you reside in one of these identified foreign countries. As a result, we've had to limit your account to liquidating (closing) transactions only. This means that you will not be able to open new positions or make deposits into your account, and any opening orders (orders to establish new positions) will be canceled.* » Ainsi, comme mes petites-filles, il semblerait que certains brokers, parmi les plus respectés, n’aiment jouer que quand il gagnent… Tout le temps !

Mais…, je suis sûr que vous ne connaissez pas l’histoire de cette banque franco-belge – pas celle à laquelle vous pensez, l’autre ! –, dont certaines filiales n’ont pu passer le moindre ordre sur les marchés financiers un certain jour de Mars 2014. Et dont les transactions – plusieurs milliers ! – dûment enregistrées sur ses serveurs, et précisément documentées par ses clients les plus méticuleux, n’ont été réalisées que trois semaines plus tard. Alors même que les marchés avaient chuté de plus de $5T (Trillion, mille milliards). Plus que le total de bilan de la *Federal Reserve* ($4,2T), ou que le PIB de l’Allemagne ($3,6T). Enfin…, serais-je tenté d’écrire, une banque responsable, professionnelle et élégante !

Tout cela, me direz-vous, n’a pas grande importance, tant que Mr. Obama et Mr. Poutine jouent au *Poker Menteur* ; ce dernier ayant, sans doute, perdu la respectabilité que l’art diplomatique de Mr. Lavrov avait mis tant d’années à construire. C’est la fin du trimestre. Les résultats tombent. Le vendredi 17/04 (*Option Expiration*) pourrait marquer une ligne de départ. De « *belles* » entreprises ont vu leur capitalisation boursière sévèrement corrigée, par exemple : SPWR, GNRC, DDD, IRBT, REGI, CPST, BLDP... Il est devenu urgent de relire, et d’appliquer intelligemment, les principes un et six de *L’Art d’Investir Avec Internet*…

Dans le « *Désert des marchés* », toutefois, n’oubliez pas que le risque de contrepartie est bien réel. Diversifiez vos sources de « *Brokerage*. » Investissez… couverts !

*\* Cette «****Note de marchés****» ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

***r* > *g* ? Pas si sûr…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **15 Mai 2014.**

Ce n’est pas René Girard qui me contredira (*Des choses cachées depuis la fondation du monde*), les crises conduisent toujours à la recherche d’un bouc émissaire… Après les banques, voici venu le temps des *super riches* (Top 1%, Top 0.1%) ; club auquel, Dieu merci ! je n’appartiens pas. Mais, demain, peut-être, viendra le temps du Top 50% ? Jamais, sans doute, celui des vrais responsables !

Le dernier livre de Thomas Piketty (*Capital in the Twenty-First Century*) fait couler beaucoup d’encre. De la belle encre même, si j’en juge par le nombre de *Nobel* qui se saisissent du sujet… Pour faire simple, *Capital*… présente une somme particulièrement riche de données sur l’évolution internationale de la structure du capital et de sa productivité, ainsi que sur l’évolution de la richesse produite et de sa croissance. Il observe que lorsque la rentabilité du capital (*r*) est supérieure à la croissance économique (*g*), elle conduit à une concentration des richesses et à une inégalité qui invitent à la correction, pourquoi pas sous la forme d’une *wealth tax* ?

Toute ma vie, j’ai appris à me méfier des modèles qui, souvent, suggèrent comme vérité établie des relations en réalité infiniment plus complexes. Certes, l’ouvrage très dense de Thomas Piketty vaut son prix. Mais l’utilisation qui en est faite aujourd’hui semble dépasser l’intention même de l’auteur. Je ne peux m’empêcher, personnellement, de me poser les questions suivantes :

* Quelle est la *validité* des mesures de *r* et de *g* sur lesquelles repose l’analyse ? Pensons, par exemple, à la variation de la valeur des actifs détenus et/ou à l’incidence de l’économie souterraine…
* Quelle est la *fiabilité* des mesures de *r* et de *g* ? La variance de *r*, naturellement supérieure à celle de *g*, n’est-elle pas de nature à inverser, sans raison réelle, l’inégalité observée ?
* Lequel de *r* ou de *g* influence-t-il l’autre ? La *réflexivité* de leur relation n’empêche-t-elle pas l’analyse d’une éventuelle causalité ?
* Quelle serait l’incidence d’une *wealth tax* sur la valeur des actifs détenus et sur la croissance économique, particulièrement dans un monde reposant sur un niveau (levier) élevé d’endettement ?
* Est-il raisonnable de penser que l’Etat dépense nécessairement mieux l’argent que d’autres ont gagné ou reçu ? Et, pourquoi nombre de ses serviteurs cherchent-ils donc à échapper à son courroux fiscal ?
* Les cinq dernières années ont fourni une opportunité historique de redistribution des richesses. Pourquoi, alors, d’éminents économistes ont-ils préconisé une politique monétaire « *salvatrice* » ?
* L’accès à une éducation de qualité – et économiquement utile –, ne constitue-t-elle pas le mécanisme de redistribution le plus efficace ? Là encore, les technologies nouvelles devraient y contribuer.

Merci à Thomas Piketty d’avoir engagé ce débat. Merci, surtout, pour la modestie et la réserve avec lesquelles il présente ses données, ses analyses et ses conclusions. Mais, entre *La Belle Epoque* et *The Road to Serfdom*, je choisis, sans hésitation, le moindre mal… Et, pour n’en citer qu’un seul, l’action humanitaire d’un Bill Gates, à qui cette *Note de Marchés* doit d’exister, me confirme dans ce choix…

Pendant ce temps…, une partie de *Poker Menteur* touche à sa fin (***Orbi***, Juin 2013)… Les derniers dés méritent d’être analysés ([www.exiderestructuringinfo.com](http://www.exiderestructuringinfo.com) ; Docs 1742, 1557, 1491, 1416, 1303, 1074…), ainsi que le Formulaire 10-Q, 7/2/2014 ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)). Mais…, gare aux loups !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Réflexion sur les paris sportifs…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **21 Juin 2014.**

La coupe du monde de football constitue l’illustration parfaite de l’utilisation qui peut être faite au plan économique – et, sans doute, au plan politique ! –, de la «  *folie*» des hommes… Si j’exclus les raisonnements élaborés en *prime time* par les experts du domaine sur la technique du « *tir brossé* » ou celle de la « *frappe tendue* », que reste-t-il ? L’oubli de l’âpreté de l’instant ? Sans doute. Quelques gains aussi exceptionnels que virtuels ? Peut-être. Un sentiment d’incrédulité et d’impuissance face à « *La fête de l’insignifiance* » ? Certainement. Une invitation à lire ou à relire Milan Kundera ? Evidemment…

Mais, n’est-ce pas, très précisément, ce à quoi nous assistons aujourd’hui aussi sur les marchés financiers. Sous le calme relatif d’une faible volatilité (*VIX*…), et de la progression récente des principaux indices (*SPY*…), se cache la sévère correction de nombreuses valeurs moyennes. Multiples de capitalisation (*PER…*) et croissance de la rentabilité (*EPS*…) apparaissent aujourd’hui largement dissociés. L’absence de croissance globale, quant à elle, se traduit par une frénésie de restructurations et de réductions de capacité de production. « *La fête de la vraie fausse monnaie* » avez-vous peut-être pensé ?

Par temps économique « *normal* », la *croissance* est essentiellement le résultat de l’*évolution démographique* et du *progrès technique*, lui-même fonction du stock d’épargne – du *capital* –, disponible. Croissance et *productivité* vont donc toujours de pair. Pour disposer de plus de biens et de *bien-être*, il suffit de travailler plus ou… mieux ! N’est-ce pas logique ? Oui, bien sûr ! Sauf, si on laisse celles et ceux qui sont censés vouloir, et défendre, notre bien – plus quelques apprentis sorciers de la science économique ? –, changer l’unité de mesure : la *monnaie*. Après tout, pourquoi « *travailler* » quand on peut « *imprimer* » les résultats souhaités ? Vous venez de tout comprendre…

Sans coupe du monde de football ni tour de France, Août 2014 pourrait être « *chaud* » ! Au cours de la phase de publication des résultats trimestriels à venir, il nous faudra sans doute ignorer l’« *EPS brossé* », l’« *Ebitda tendu* » et autre « *Echappée solitaire* » ou « *Sprint final* » au profit de l’effort entrepreneurial, de la croissance de la rentabilité et de la croissance opérationnelleavérées. S’assurer que les entreprises auxquelles vous pourriez confier votre épargne – votre capital –, aient effectivement une activité opérationnelle, et que cette dernière ait connu une progression réelle, cohérente et significative au cours des dix dernières années semble être la moindre des précautions. Voir, par exemple, sur **Investor.com**… <http://investing.money.msn.com/investments/financial-statements?symbol=msft> et, pour les parieurs sportifs les plus téméraires, <http://investing.money.msn.com/investments/financial-statements?symbol=cpst>. Même les fêtes les plus grandioses ont une fin. C’est certain !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Ce rien qui n’existe pas, et qui, peut-être, est…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **25 Juin 2014.**

Comment ne pas s’interroger sur ce qui peut pousser un homme tel que Jean d’Ormesson, un académicien qui respire l’honnêteté et la sincérité, un homme qui a beaucoup vu, beaucoup lu, beaucoup entendu – et, sans doute, s’est même quelquefois tu… –, à consacrer un livre à « *rien* » ? *Comme un chant d’espérance* n’est pas un livre comme les autres. C’est un témoignage ; un testament ? A lire, et à méditer, cet été…

En ce début de vingt et unième siècle, notre monde semble se chercher, sans doute plus qu’il ne l’a jamais fait. Mais, peut-être, ce sentiment n’est-il que le reflet du fait que nous y sommes aujourd’hui associés ? Les grandes idéologies du passé, sur lesquelles son développement a régulièrement reposé, se sont essoufflées. *Que reste-t-il du socialisme ?*, s’interroge Jean-Claude Tarondeau ? Que reste-t-il du *capitalisme*, pourrait-on ajouter ? Et quid de bien d’autres *tru-ismes* dépassés ou, malheureusement, récemment réveillés ?

Dans son dernier livre, Jean d’Ormesson parle de Dieu. Ce rien, qui n’existe pas, et qui, selon lui, est. Ce rien qui respecte notre liberté, invite à la fraternité et à la responsabilité. Ce rien qui définit ce qui précède – ce dernier terme perdant alors tout sens –, le mur de Planck et succède à la mort. Ce rien qui inspire l’*esprit* de l’homme – qui le distingue de toutes les autres formes vivantes –, et l’invite à la beauté, à la bonté et au bonheur. Le *mystère* l’emporterait-il sur l’*absurde*, sur la *nécessité* et sur le *hasard* ? Jean d’Ormesson aurait-il perdu la raison ? Chercherait-il à nous nuire, à nous manipuler, et, comme bien d’autres, à nous… diriger ? La vivacité, la profondeur et la clarté du regard apparaissant sur le bandeau de l’ouvrage semblent pourtant suggérer l’inverse.

André Malraux et son intuition sur le besoin d’un réveil des dieux… ; Ben Bernanke et son rappel au sens des responsabilités de « *Ceux qui ont beaucoup reçu et auxquels il sera beaucoup demandé* »… (Princeton University, 2 Juin 2013) ; Milton Friedman – *Free to choose* – et son avertissement qu’un système reposant sur une « *Free enterprise exchange economy* » constitue la condition nécessaire de la *liberté*, et garantit, même, la liberté de ceux qui visent à l’abolir… Autant d’observations invitant à la modestie, à la réflexion et, plus que jamais, au sens de l’action responsable !

Quant à nous, modestes investisseurs individuels agnostiques coincés entre le mur de Planck et la mort, quel rôle nous est-il imparti ? Sans aucun doute, de contribuer au financement intelligent des entreprises les plus visionnaires et les plus responsables, dont la mission cherche à améliorer le sort – quelle que soit la dimension considérée – de ceux qui nous accompagnent dans le temps, et que la *nécessité* et/ou les *hasards* de la vie ont doté d’autres qualités que celles requises pour mesurer l’*utilité* – la *valeur*, et non le prix ! – du travail collectif des hommes, ainsi que l’*utilité* relative des activités nouvelles sur lesquelles repose leur devenir. Une *main invisible* au service du… bien ? A chacun d’en décider.

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Le temps des tulipes…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **10 Juillet 2014.**

La vie universitaire réserve bien des surprises, qui constituent souvent autant d’invitations à la modestie. Théorie et réalité ne font pas toujours bon ménage. Même si, comme tout le monde le sait : « *Il n’y a rien de plus pratique qu’une bonne théorie !* »

Dans *L'auberge rouge* Balzac s'interroge : « *Où en serions-nous s'il fallait rechercher l'origine des fortunes !* » C’est en… Hollande que se développa une des plus grandes illusions collectives et que se produisit au début du XVIIe siècle une explosion spéculative véritablement historique. Elle porta sur les bulbes de tulipe. Même les individus les plus pondérés éprouvèrent le besoin de s’impliquer, l’imagination et la folie du gain l’emportant sur toute forme de rationalité. En 1636, un bulbe pouvait s’échanger contre un carrosse, voire une maison ! Chaque hausse des prix persuadait plus de gens encore, dont de nombreux étrangers, à plonger dans la spéculation. Jusqu’au moment où le marché s’effondra !

C’était, me direz-vous, il y a bien longtemps. Pareille folie ne pourrait arriver aujourd’hui, dans un monde connecté, informé, et peuplé d’individus raisonnables et responsables. Et pourtant… Le graphique suivant (Source : BigCharts.com, 10/07) reproduit l’évolution récente du cours de la société **Cynk Technology Corp** ; société qui a la particularité de n’avoir aucun employé, aucun produit, aucun actif et dont le chiffre d’affaires – et donc la rentabilité aussi –, est inexistant. Sa capitalisation boursière, quant à elle, vient de dépasser cinq milliards de dollars, sans doute, fraichement imprimés !



« *Always stay emotionless !* » Ce dossier ne présentant aucune des caractéristiques d’un investissement intelligent, telles que décrites dans *L’Art d’Investir Avec Internet*, je vous conseille vivement (…) de ne pas vous laisser tenter. « ***CYNK*** *will SINK !* »

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Investisseur ou enchanteur ? La magie de l’endettement…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **11 Juillet 2014.**

Très jeune déjà, je suivais assidûment les aventures de *Riri*, *Fifi*, *Loulou* et de leur grand-oncle *Picsou*. Ce dernier ne manquait jamais de les mettre à l’épreuve, tout en sachant faire preuve de sagesse, de disponibilité et, parfois même, de générosité. C’est donc naturellement que, soixante ans plus tard, je me suis intéressé à Warren Buffett, l’oracle d’Omaha ; une personnalité particulièrement riche : intelligente, persévérante, patiente, efficace et généreuse. Qui plus est, un homme qui joue de… l’Ukulélé !

Sa société, **Berkshire Hathaway**, dispose d’un total de bilan (ou ressources à investir) de l’ordre de $500 milliards, pour des fonds propres de l’ordre $230 milliards, ou encore, pour un actif net – faisant abstraction des survaleurs et autres éléments intangibles –, de l’ordre de $170 milliards. Son levier d’endettement, selon la rigueur avec laquelle on le définit, est donc compris entre 2 et 3. Ainsi, une chute en 2008/2009 de la valeur de ses actifs comprise entre 30 et 50 pour cent aurait pu techniquement lui être fatale (« *Nothing right on the left side, nothing left on the right side !* »). C’est, incontestablement, ce qui lui serait arrivé à l’époque si, comme le note judicieusement Bill Gross, CEO de **Pimco**, il n’avait été « *Sheltered either structurally or reputationally from withdrawals and delevering that clipped competitors at just the wrong time.* » Ceci explique, sans doute, que Warren Buffett semble avoir été surpris à l’automne 2008 ; qu’il ait donné le sentiment d’avoir perdu un peu de son sang-froid légendaire quelques mois plus tard ; qu’il ait eu l’élégance de remercier l’Etat ; et, enfin, qu’il se soit fait l’avocat d’un accroissement de la fiscalité pour les plus fortunés.

Selon le tableau récapitulatif (1965-2013) apparaissant en première page de sa lettre aux actionnaires, la performance annuelle moyenne de **Berkshire Hathaway** est de 21% (Ecart-type de 14%), pour une performance moyenne du S&P500 de 11% (Ecart-type de 17%). La performance moyenne d’un investissement effectué sur le S&P500, sur la même période de 48 ans, avec un levier d’endettement de (+/- 2,5) et un taux d’intérêt moyen de l’ordre de 5% aurait, par contre, produit une performance annuelle de 21% (Ecart-type de 44%). C’est donc essentiellement au cours des périodes de contreperformance globale (1973-**1974**, 2001-**2002**, 2007-**2008**) que Warren Buffett marque la différence par rapport au marché. Si l’on neutralise les trois années (en gras) au cours desquelles le marché a chuté de plus de vingt pour cent, et a conduit les autorités à procéder à un « *sauvetage* » monétaire, une stratégie « *aveugle* » consistant à investir sur le S&P500 avec le même levier d’endettement aurait conduit à une croissance annuelle comparable, voire légèrement supérieure, bien que plus incertaine…

Ainsi, Warren Buffett : investisseur ou enchanteur ? « *Financing being marketing* », sans aucun doute, un peu des deux ! Mais, surtout, une assurance anti-crash efficace… Un vrai magicien, passé maître dans l’art de chasser les « *Cygnes noirs* » !

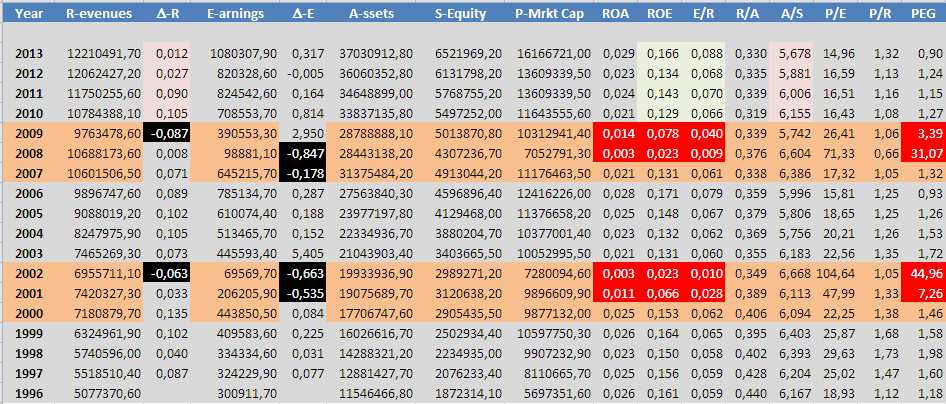
*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Tout va très bien Madame la Marquise…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **12 Juillet 2014.**

Que s’est-il vraiment passé au cours de ces dernières années ? Le monde ayant connu deux situations exceptionnelles, 2001-02 et 2008-09, il m’a paru utile d’en reconstruire l’histoire à partir d’un échantillon crédible de l’industrie américaine : le classement **Fortune-500**. Le résultat apparaît dans le tableau suivant. Il repose sur les seules données agrégées et ne tient donc pas compte des changements intervenus dans la composition de cette sélection.



Ainsi, ces deux « *crises* » se traduisent par un ralentissement net de la croissance de l’activité (**-R**) et de la rentabilité **(-E**), ainsi que par une chute de la marge (**E/R**) et de l’efficacité économique (**ROE, ROA**). Cette situation se répercute naturellement au niveau des multiples de capitalisation : bond du **P/E** et du **PEG**, recul du **P/R**.

L’évolution au cours des quatre dernières années traduit un net ralentissement dans la croissance de l’activité (**-R**), mais une évolution favorable de la rentabilité (**ROE, E/R**), suggérant que l’industrie américaine n’éprouverait pas de difficulté particulière à faire face à une remontée des taux d’intérêt… L’effort de désendettement (**A/S**), par contre, se poursuit, renforçant l’hypothèse d’un contexte déflationniste… Bref, sur la base de cet échantillon, l’économie américaine semble s’être recentrée et renforcée pour faire face à un changement de politique monétaire. Sa rentabilité actuelle ne peut qu’attirer les capitaux internationaux et faciliter sa transition technologique/énergétique.

Bref ! *Tout va très bien Madame la Marquise*… Quant au reste du monde ? Il a sans doute intérêt à se réveiller, vite et bien !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Tout est bon dans le cochon…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **13 Juillet 2014.**

« *True individual freedom cannot exist without economic security and independence. People who are hungry and out of a job are the stuff of which dictatorships are made.* » F. D. Roosevelt.

En cette période de grand déballage médiatique et de retour sur le passé de certains membres de l’élite politique européenne, on voit refleurir, au détour de diverses manifestations, des banderoles sur ces « *Cochons de capitalistes.* » Comme si le *capitalisme*, au sens « *Free private enterprise exchange economy* », cher à Milton Friedman, était seul responsable – en supposant qu’il le fût ! –, de l’état actuel du monde.

« *Ô ministres intègres, conseillers vertueux, voilà votre façon de servir, serviteurs qui pillez la maison…* » (Victor Hugo, Ruy Blas, 1838). Le moment est décidément bien choisi pour relire « *Capitalism and freedom* », sans doute le livre d’économie le plus utile aujourd’hui. Sa traduction française, éditée par Stéphane Leduc, et préfacée par André Fourçans, vous en facilitera l’accès. Paru pour la première fois en 1962, c’est un des ouvrages clés de la pensée économique. Milton Friedman, prix Nobel, y défend la liberté économique comme condition nécessaire à toute liberté politique. Il y présente sa vision du libéralisme. Son analyse et les conséquences qu’il en tire sont plus que jamais d’actualité. « *Dieu se rit des hommes qui déplorent les effets dont ils chérissent les causes* » disait Bossuet…

Ainsi, quelques « *perles* » à méditer:

« *Only a crisis produces real changes… Our basic function is to develop alternatives… until the politically impossible becomes politically inevitable.* »

« *The typical state of mankind is tyranny, servitude, and misery.* »

« *Markets permit co-operation without conformity.* »

« *A society which is socialist cannot also be democratic.* »

« *History suggests that capitalism is a necessary condition for political freedom.* »

« *The role of government is to do something that the market cannot do for itself, namely, to determine, arbitrate, and enforce the rules of the game.*»

« *What we urgently need for both economic stability and growth is a reduction of government intervention not an increase.* »

« *A democratic society is impossible without a minimum degree of literacy and knowledge on the part of most citizens.* »

« *Concentrated power is not rendered harmless by the good intentions of those who create it.* »

« *The invisible hand has been more potent for progress than the visible hand for retrogression.* »

« *Free institutions offer a surer, if perhaps at times slower, route to the ends men seek than the coercive power of the state.* »

Encore faut-il, bien sûr, que l’on décide de faire usage de la liberté que nous procurent les marchés… Décidément, ma grand-mère avait raison : « *Tout est bon dans le cochon !* »

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Il faut sauver le soldat Entreprise…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **15 Juillet 2014.**

Si vous ne l’aviez pas remarqué, ce que nous vivons depuis plusieurs années n’est rien d’autre qu’un nouveau (?) conflit mondial, dont les différentes batailles sur les champs bancaire, industriel, monétaire, militaire (par procuration), et, demain, éducatif, intellectuel et politique, contribueront à définir l’environnement dans lequel vivront nos enfants et nos petits-enfants. Espérons qu’il sera meilleur encore que le nôtre, même si, en toute objectivité, le résultat ne dépend en fait que de nous, et donc…, de vous !

En Europe, cela fait des décennies que les politiques mises en place, tant par des gouvernements de centre-gauche, que de centre-droit – nous avons, dit-on, le sens du compromis ! –, ont détricoté le maillage économique, financier et industriel national au profit d’un devenir commun, toujours en gestation. La priorité a d‘abord été mise, et sans doute à juste titre, sur l’équilibrage et le fonctionnement des institutions politiques ; sur la compatibilité et l’interconnexion des infrastructures ; et sur l’émergence et la consolidation de valeurs communes. Aujourd’hui, il est grand temps que la priorité soit enfin mise sur le moteur de l’ensemble : l’***Entreprise privée***.

Au risque de surprendre, voire de décevoir, une *entreprise* n’a pas pour seul objet de payer des impôts, d’acquitter des charges sociales, de régler la TVA, de répondre à nombre de demandes et d’injonctions administratives, de payer diverses cotisations et amendes, et de… se faire insulter par celles et ceux qui en sont généralement les premiers, et souvent même, les principaux bénéficiaires. Une entreprise est d’abord, et avant tout, un centre de regroupement de *ressources* : besoins à satisfaire, compétences, technologies, infrastructures et moyens financiers. A son origine, se trouve toujours un *rêve*, fruit de l’observation ou de la réflexion de ses fondateurs. Ce rêve, une fois conceptualisé, aboutit à la mise en place de processus opérationnels qui en constituent la partie émergée. « *Au plan économique, une entreprise est un processus de génération de croissance, par la satisfaction de besoins exprimés ou latents, sous contrainte d’efficacité économique.* » (*Le bon management*, disponible sur ***Orbi***). Le surplus de valeur créé est réparti en contribution au bien-être collectif (impôt sur le résultat, charges sociales), en investissements (recherche et développement, acquisitions), en participation des salariés (primes, stock-options) et en rémunération du capital (dividendes, rachat d’actions). Il appartient au conseil d’administration, et à l’équipe dirigeante, de créer un environnement humain qui favorise l’épanouissement personnel, et maximise la valeur à répartir, tout en respectant les lois, textes et règlements en vigueur. *Créer de la valeur économique, la répartir intelligemment, et proliférer en se renouvelant, dans le respect de la liberté des autres, constituent les dimensions clés de sa mission, et les conditions de son autonomie stratégique et de son indépendance financière.*

C’est pourquoi***Il faut sauver le soldat Entreprise*** en réservant vos investissements et votre capital – fruit de votre travail et de votre épargne –, aux seules d’entre-elles dont la *croissance* et la *performance* le justifient. C’est aussi, sans doute, la stratégie la plus efficace aujourd’hui pour contrer la démagogie, l’irresponsabilité, la médiocrité et la misère.

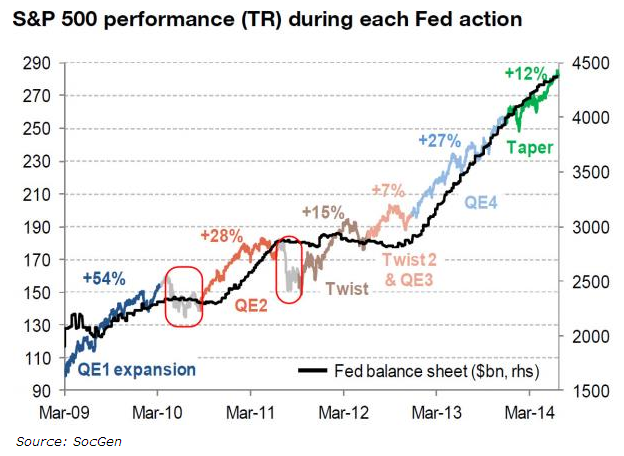
*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Print, baby, print…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **17 Juillet 2014.**

Un graphique vaut mieux qu’un long discours ! Celui, publié par **ZeroHedge.com** (Source : **SocGen**) le 16 Juillet 2014, mérite l’attention. Il reproduit l’évolution depuis Mars 2009 de l’indice S&P 500 et du total de bilan de la **Réserve Fédérale**. Puisque l’action de cette dernière est théoriquement autonome, il est raisonnable de penser que l’évolution du marché lui doit beaucoup, et non l’inverse.



Le problème est que ***r*** = ***e*/*p*** + ***g*** pour tous ! (*L’Art d’Investir Avec Internet*, disponible sur ***Orbi***) ; et que, pour justifier un investissement, ***r*** (sa rentabilité) doit être supérieur à ***c*** (son coût d’opportunité, ou coût du capital). Si ce dernier s’accroît, suite à une augmentation des taux d’intérêt ou de la prime de risque, il faudra bien que ***g*** (la croissance de la rentabilité) augmente, ou que ***p*/*e*** (le PER, Price to Earnings Ratio) diminue… La complexité de la situation présente est entièrement résumée dans ce dilemme : si la **Réserve Fédérale** augmente les taux d’intérêt (directement ou indirectement), les entreprises n’auront d’autre choix que de travailler plus et/ou mieux (accroissement de ***g*** et/ou de ***e***), ou d’accepter une moindre valorisation par les marchés (réduction de leur ***p*/*e***) et, donc, un renchérissement significatif de leur coût de financement. Deux plats à déguster… avec modération !

Pour nous, modestes investisseurs individuels, cela implique de rechercher et de trouver dans un environnement adverse, des entreprises qui réussiront à générer, à l’avenir, une croissance significative (de leur activité et/ou, surtout, de leur rentabilité). Plus que jamais, il est urgent *To sit down, shut up and… think !* en faisant appel à vos *Stock Screeners* préférés et autres boules de cristal !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Greed is good…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **18 Juillet 2014.**

« *Nature smiles at the union of freedom and equality in our utopias. For freedom and equality are sworn and everlasting enemies, and when one prevails, the other dies.* » (W. & A. Durant, 1968)

Dans une société Européenne qui se veut égalitaire, mais dans laquelle certains, dont nombre de nos représentants et de nos décideurs, élus ou désignés, semblent être plus « *égaux* » que d’autres, je risque de surprendre en clamant haut et fort que sur les marchés, et contre toute apparence : « ***Greed is good…*** »

Quels que soient les inévitables dysfonctionnements et les imperfections des marchés, ils constituent, sans aucun doute, le moins mauvais de tous les mécanismes d’évaluation des actifs financiers, industriels et commerciaux, et de transfert de leur propriété. Certes, le processus d’essai-erreur – appelé « *price discovery process* » –, sur lequel ils reposent peut donner lieu à d’importantes fluctuations à court terme (volatilité). Mais, ces dernières constituent, très précisément, autant d’opportunités d’intervention pour des investisseurs compétents. En fait…, c’est parce qu’ils hésitent et se trompent continuellement que les marchés financiers fonctionnent correctement ! « *Investors are paid to identify and correct market discrepancies. Through their patient work and a wealth of seemingly unrelated investment decisions they actually help markets tend toward efficiency.* » (*Protecting Assets Under Non-Parametric Market Conditions*, disponible sur ***Orbi***).

Ainsi, gagner de l’argent en investissant, en évitant toutes formes de pratiques frauduleuses et en respectant la légalité, constitue le signe même d’un service utile aux autres. C’est une manière efficace et élégante de permettre à des entreprises de connaître la valeur de leur travail, de réduire leur coût de financement et d’associer celles et ceux qui le désirent ou le méritent à leur performance, à leur croissance et à leur développement. En un mot, à leur « *Succès* ». Avoir un projet personnel dans ce domaine et « *réussir* » ne devraient donc jamais donner naissance à un quelconque sentiment de honte… En cas de réussite, toutefois, ne pas se comporter avec dignité et un profond sens des responsabilités devrait tenir en éveil !

« *Le plaisir des grands est de pouvoir faire des heureux.*

*Le propre de la richesse est d’être donnée libéralement.*

*Le propre de la puissance est de protéger.* » Pascal, *Pensées*.

Ainsi, sur les marchés : ***Greed is good…*** *as long as it is legal*;  *as long as it is honest*; *as long as it is responsible*; *and… as long as it does not prevent you to sleep at night.* Happy investing to you!

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Un pacte avec le diable…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **20 Juillet 2014.**

Si le diable n’existe pas, il n’est pas invraisemblable, pour reprendre une expression utilisée dans un contexte différent par Jean d’Ormesson dans son dernier ouvrage, qu’il soit ! La destruction d’un vol commercial international en altitude de croisière au-dessus de l’Ukraine constitue non seulement un fait géopolitique majeur, mais bien un véritable « *Pacte avec le diable* », dont les conséquences pourraient rapidement échapper aux dirigeants et aux pays impliqués.

Un tel événement, impensable selon les experts, sans une convergence de moyens techniques, humains et logistiques que seuls possèdent une poignée de pays développés, ne doit rien au hasard. Il est le résultat d’une volonté politique, dont on souhaiterait qu’elle ne fût pas entièrement consciente. C’est une atteinte exceptionnelle à la souveraineté d’un pays qui semble avoir fait le choix de la voie démocratique. C’est, enfin, l’assassinat de centaines d’innocents qui n’ont, à titre personnel, aucune responsabilité dans un conflit interne et aucune capacité à en influencer le dénouement.

Le monde sort d’une situation économique historique, dont on commence aujourd’hui à voir l’issue. Après des décisions très difficiles, les Etats-Unis ont choisi de se ressourcer en se concentrant sur la régénération de leur projet de société. Ils ont aujourd’hui recouvré leur autonomie stratégique et leur indépendance financière. Leur politique économique et monétaire est tracée. L’Europe, quant à elle, a clairement fait le choix de poursuivre son intégration au prix d’une monétisation de la dette publique excessive de plusieurs de ses membres. Un choix particulièrement responsable de la part de ses autres membres ; choix qui illustre une réelle volonté commune de construire un espace politique, économique et financier respectueux de ses valeurs. Etats-Unis et Europe constituent la colonne vertébrale d’un système en phase de redéploiement dont les autres pays devraient profiter de la stabilité et des valeurs, notamment en matière de droits de l’homme, de droit à l’expression démocratique, de respect de la vie et de la liberté économique, base de toutes les libertés.

La destruction du vol Malaysia Airlines intervient donc au plus mauvais moment. Personne ne peut aujourd’hui en mesurer les conséquences. Hors d’une résolution rapide du conflit ukrainien, dont la clé est plus que jamais en Russie, une grande puissance dont l’histoire est jalonnée de réalisations et de faits exceptionnels, il est à craindre que le monde ne rentre dans une phase particulièrement trouble. L’évolution des marchés, qui constituent sans doute le meilleur baromètre des tensions géopolitiques et de la dynamique en cours, n’aura alors aucune importance par rapport aux véritables enjeux touchant, cette fois, à notre survie.

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Comment gagner des sous…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **27 Juillet 2014.**

Au cours d’une longue carrière professionnelle qui m’a conduit à enseigner dans nombre d’universités et d’écoles de gestion, sur trois continents au moins, j’ai toujours été impressionné par la créativité dont ces institutions faisaient preuve dans leur offre pédagogique. Selon la mode du jour, les compétences disponibles, et, parfois, les financements envisageables, on voyait fleurir des cours sur : la stratégie durable, l’entrepreneuriat social, la communication de crise, le développement personnel, la gestion de la diversité, la conduite du changement, la gouvernance publique, l’économie solidaire, etc. Matières généralement encadrées dans les programmes par des cours « *Méthodes* », issus des départements de statistiques, d’informatique, de recherche opérationnelle, d’économie, et des sciences dites dures. Mais…, jamais, au grand JAMAIS, de cours ou de séminaires sur « ***Comment gagner des sous ?*** », matière dont dépend pourtant la survie de tous les autres, et, certainement, le devenir de ces institutions !

Peut-être, penserez-vous avec un brin d’ironie, parce que les professeurs de gestion, maîtres dans l’art de « *faire semblant de faire semblant* » – comme, sans doute, tous les êtres humains –, préfèrent parler de choses agréables à l’esprit que d’agir dans l’adversité, connaissant parfaitement la distance qui sépare les deux et les risques qu’entraîne la confrontation à la réalité. Et pourtant, « *des sous* » – c.à.d. du *Capital* –, il en faudra, et même beaucoup, si l’on veut maintenir notre niveau de vie et de développement actuel. Inévitablement, les « *Possédés du percepteur* » (Raymond Devos) continueront d’entendre des hululements dans la nuit… Qu’on l’aime ou pas, qu’on le reconnaisse ou pas, c’est parce que les entreprises « *gagnent des sous* » que leurs collaborateurs peuvent en recevoir en rémunération de leur travail, et que d’autres peuvent se consacrer à la réflexion politique, à l’action publique, ou à l’implication sociale.

« *Gagner des sous* » implique toujours de construire des processus économiques qui génèrent plus de richesses qu’ils n’en utilisent. C’est aussi simple que cela ! Pour une entreprise, cela revient à développer ses fonds propres, dans le respect des lois, des textes, des règlements et des coutumes en vigueur dans son environnement de référence. C’est là sa seule et très noble *Mission*. Quant aux marchés, ils sont là pour mesurer l’efficacité avec laquelle celles qui font appel à l’épargne publique – c.à.d. celles qui sont cotées en bourse –, s’acquittent de cette responsabilité cruciale pour la société et pour chacun de nous.

Parlons donc… *sous* ! Le secteur de la vente directe, en réunion, (« *Multi-level marketing* ») a fait couler beaucoup d’encre – et de larmes ! –, ces derniers jours, précisément parce que les entreprises actives dans ce secteur sont, sans doute plus que d’autres, au cœur du rêve de beaucoup de « *gagner des sous*. » N’en déplaise à Bill Ackman, investisseur activiste à la tête de **Pershing Square Capital** tout n’est pas nécessairement *Pyramide de Ponzi* dans ce secteur. Des sociétés telles que USNA, NUS, HLF, AVP, MTEX…, mériteraient peut-être ? dans les semaines à venir, plus de considération.

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Merci l’ami…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **31 Juillet 2014.**

« *Setting an example is not the main means of influencing others; it is the only means.* » (A. Einstein)

Celui à qui s’adresse cette dernière *Note de marchés* ne devrait avoir aucun mal à se reconnaître. Sa créativité, son intelligence, son courage et son sens de l’action parlent pour lui.

Comme l’exprime Robert Lamoureux dans sa célèbre *Chasse au… canard*, « *On sentait bien qu’il allait se passer quelque chose.*» L’Histoire creuse son lit, au travers d’évènements impensables, improbables, impossibles. Qu’il s’agisse de la guerre civile en Ukraine, de la tragédie palestinienne, de la faillite de l’Argentine, ou des manœuvres politiques touchant à l’« *impeachement* » du Président Obama, tout concourt à une accélération de l’histoire, dont, en dépit des apparences, il nous – vous ? – appartient d’écrire le prochain chapitre ; les « *politiques* » faisant, comme à l’accoutumée, ce qu’ils font le mieux : semblant d’en contrôler l’évolution et le dénouement. « *Legibus fidus, non regibus !*»

En fait, notre monde, dans ses composantes fondamentales – dont sa dimension économique qui conditionne toutes les autres –, semble peu changer. Quelles que soient les époques, on retrouve les mêmes forces qui interagissent et s’entrechoquent. « *C’est toujours la même histoire… Nous en avons* (des crises) *tous les six ans (1818, 1825, 1830, 1836)…* » « *Le progrès du mal se marque au découragement de ceux même qui en profitent. Ils ne peuvent guère s’intéresser à un jeu où personne n’espère plus tromper personne...* »  Mais… « *Chaque flot de peuple qui monte, amène avec lui un flot de richesse nouvelle….* » (J. Michelet, *Le Peuple*) Ainsi, le cours des choses finit par devenir compréhensible si l’on s’attache à l’invisible, aux intentions cachées et au renouvellement naturel de la vie. La *Vérité* étant, comme elle l’a sans doute toujours été, « *le point de convergence des contraires !* » l’observation de la *Réalité*, dans sa diversité et dans sa radicalité, en est le plus sûr chemin. Ceci vaut, particulièrement, pour ce *jeu intelligent* appelé investissement !

Sans aucun doute, notre devenir réside dans l’exercice responsable de la *Liberté*, et donc, fondamentalement, dans l’*Entreprise*. L’évolution des moyens d’information, d’interaction et d’apprentissage (d’éducation ?) devrait y contribuer significativement dans les années à venir, en favorisant la créativité, l’inventivité, le progrès technologique, et, donc, la croissance par le renouvellement des activités et des modes de vie. Ainsi, si la réflexion conduit à l’*action* les plus responsables, l’avenir pourrait surprendre par son harmonie et la richesse des opportunités de développement personnel et collectif qu’il offrira. ***Merci l’ami…*** pour l’exemple !

Mais, encore faut-il que « *… Le canard reste vivant.* » Dans le brouillard du présent, « *survivre*» pourrait bien être le meilleur moyen de « *gagner* » ! (« *Always protect assets !* ») Contribuer au succès des autres tout en le partageant ; continuer à faire ce que vous êtes en train de faire : chercher, lire, et… penser, en un mot, *investir* dans votre devenir et celui des autres, constitue la voie du succès. *Apprendre et construire sa liberté en investissant*… Ceci est mon conseil !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Le réveil des claviers…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\** **30 Janvier 2015.**

“*Only fools and dead men don't change their minds…*” (John H. Patterson) Et…, même si je vous laisse seuls juges, je ne pense être ni l’un, ni l’autre !

La complexité extrême de la situation économique et géopolitique historique à laquelle nous sommes confrontés – particulièrement, en Europe ! – n’autorise plus l’inaction… Et encore moins, sans doute, le silence ! Les événements tragiques que nous avons vécus récemment, quelles qu’en soient les causes et les conséquences, ont marqué au prix du sang la… force des crayons. “*And we look out at the world and we ask ourselves how could this have happened? I did everything ‘they’ told me I was supposed to do, I did everything ‘right’!****And it becomes clear that life was a chance to change the world, but we didn’t know how and so we left it up to you…***” [1]

Mes anciens étudiants n’ont cessé, au cours de ces derniers mois, de m’interroger sur ce qui se passait dans le monde, particulièrement dans la sphère financière. Même si je ne suis sans doute pas la personne la mieux placée pour leur répondre, les universitaires ne sont-ils pas celles et ceux que la société invite à douter, à chercher et à partager ? Quitte à ce que les maigres fruits de leurs lectures et de leurs réflexions comportent beaucoup plus de doutes que de certitudes…

Ray Dialo, fondateur de la société d’investissement *Bridgewater Associates*, a mis en ligne il y a quelques mois une vidéo intéressante portant sur le fonctionnement de l’économie [2]. Si ce travail n’est pas exempt d’imprécisions [3], il constitue une base originale d’analyse de la situation économique actuelle, permettant d’en cerner les possibles évolutions futures. Cette synthèse peut être utilement complétée par le point de vue d’un « *créancier* » crédible –  pas totalement désintéressé ! – [4], et celui d’un « *débiteur* » provocant – sans doute, pas dénué d’arrière-pensées politiques ! [5]. Le diagnostic auquel vous aboutirez pourra enfin être enrichi par les observations géopolitiques de quelques vieux messieurs expérimentés [6] et [7]…

Vous avez là, je le pense, les principaux ingrédients d’un cocktail qui devrait amener Janet Yellen à choisir, dans les mois à venir, entre une consolidation significative, mais limitée, des marchés et un effondrement déflationniste aux conséquences potentiellement désastreuses. Entre deux maux, espérons qu’elle choisira le moindre… En attendant, la gravité de la situation que nous vivons, et de celle que nous allons vivre…, fait que vous n’avez d’autre choix que d’agir et de faire entendre votre voix à vos représentants… A vos claviers !

[1] <http://www.firstrebuttal.com/2015/01/28/id-like-to-change-the-world-but-i-dont-know-how-so-ill-leave-it-up-to-you/>

[2] <https://www.youtube.com/watch?v=PHe0bXAIuk0>

[3] <http://www.bloomberg.com/bw/articles/2013-11-12/what-billionaire-ray-dalio-gets-wrong-about-money>

[4] <https://www.janus.com/bill-gross-investment-outlook>

[5] <http://syriza.net.gr/index.php/en/pressroom/253-open-letter-to-the-german-readers-that-which-you-were-never-told-about-greece>

[6] <http://www.spiegel.de/international/world/interview-with-henry-kissinger-on-state-of-global-politics-a-1002073.html>

[7] <http://www.washingtontimes.com/news/2015/jan/29/mikhail-gorbachev-warns-russia-west-tensions-heade/>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Un éloge du capitalisme…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **6 Février 2015.**

Peut-être devriez-vous ne pas lire cette *Note de Marchés*… ? Je crains qu’elle ne corresponde pas au goût du jour… Particulièrement en Europe, que d’aucuns n’hésitent plus à qualifier – pourquoi donc ? – de nouvelle URSS ! Mais, il est encore temps de passer à autre chose… Un homme averti en vaut deux !

“*The great virtue of a free market system is that it does not care what color people are; it does not care what their religion is; it only cares whether they can produce something you want to buy.* ***It is the most effective system we have discovered to enable people who hate one another to deal with one another and help one another****.*” (Milton Friedman)

Ainsi, le “*capitalisme*”, en tant que système économique reposant sur la liberté d’entreprendre et sur le droit de disposer du fruit de son travail et de son épargne, n’est-il certainement pas le “*meilleur*” des systèmes... Mais, et comme semble le suggérer l’histoire, lorsqu’il est encadré par un Etat visionnaire et responsable, c’est le moins “*mauvais*” d’entre eux.“*The cleanest dirty shirt*”, comme le disent nos amis, de l’autre côté de l’Atlantique.

Au risque de me tromper, toutes les expériences qui ont été menées dans le monde en matière d’économie dirigée et d’Etat Providence se sont avérées être des échecs. En termes relatifs, au moins ! Et, si notre société a rarement été aussi inégalitaire qu’aujourd’hui, ce n’est assurément pas par manque de pression fiscale, ni de redistribution sociale… Le capitalisme ne serait-il pas**«***Une invention de ses ennemis pour mieux lui attribuer les maux causés par le socialisme*? » (M. Leter, *Le Capital*, 2015).

La réalité est en fait bien plus simple... Elle est en quelque sorte inscrite dans notre “*ADN*”. **Personne ne s’occupe de ce qui appartient aux autres comme il s’occupe de ce qui lui appartient !** Cette observation vaut dans tous les domaines. Semblerait-il, sans exception ! Croire ou exprimer l’inverse serait faire preuve d’une grande naïveté, voire d’un coupable machiavélisme.

C’est pourquoi la situation économique complexe à laquelle nous sommes tous confrontés – pas seulement en Grèce (voir GREK) –, invite à l’humilité et à l’objectivité. Il n’y a pas de solution honorable autre que la croissance économique responsable. Croissance, sans doute plus respectueuse de notre environnement. Et, il n’y a de croissance économique responsable que celle générée par des entreprises privées, efficaces et respectueuses de la Loi. Contribuer au financement de telles entreprises pour les accompagner dans la conception et la commercialisation des produits et services sur lesquels repose notre mode de vie, présent et à venir, est une mission éminemment utile. Reconnaître et mettre en valeur le rôle vital des entreprises privées, et créer les conditions juridiques, sociales, technologiques, financières et fiscales de leur succès, devraient être au cœur de la “*renaissance*” européenne. Tout système économique qui permet de contribuer activement au succès de telles entreprises performantes, et/ou d’en partager les fruits, dans le respect de la liberté des autres, est donc nécessairement LE système dont il faut s’inspirer…

Quant aux marchés, ils poursuivent la révision de leurs hypothèses de croissance à venir. Ce qui touche quelques dossiers emblématiques : SSYS, GPRO, RIG, FSLR, SCHN… NBG et autres BABA !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Ma liberté d’investir…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **8 Février 2015.**

Que serait la « *Liberté* » sans la « *Liberté d’investir* » ?...

Sans le ***droit*** de pouvoir constituer une ***épargne***, le droit de la préserver, le droit de la faire fructifier au travers d’investissements avisés, et le droit de la transmettre ? Comment alors se protéger face à l’incertain, à l’impensable, et à… l’impossible ? Alors que l’évolution du monde nous rappelle tous les jours la fragilité et la versatilité des réalisations humaines…

La crise grecque à laquelle l’Europe est confrontée a un formidable mérite. Elle rappelle l’inconstance – l’intransitivité ? – des choix démocratiques et la facilité avec laquelle un pays, une nation, peut chercher à renoncer à des engagements pris librement, en parfaite connaissance de leurs conséquences. Il ne s’agit pas, bien sûr, d’un cas isolé dans l’histoire du monde… Tout au contraire. C’est pourquoi, comme me le rappelait avec le sourire un ami banquier, un investisseur, un prêteur, n’a d’autre choix que de toujours « *suivre* »… son investissement ou sa créance ! En gardant à l’esprit, sans doute aussi, que « *Qui donne aux pauvres prête à Dieu, qui donne à l'État prête à rire.* » ☺ ! (Tristan Bernard)

L’exceptionnelle ouverture du monde aux flux de ***capitaux*** – c.à.d. d’épargne –, particulièrement au cours des quatre dernières décennies, a incontestablement conduit à l’accélération du développement économique, à la coexistence pacifique de systèmes politiques distincts et à une régression notable de la pauvreté globale. Qu’il s’agisse des marchés de la dette publique (> $ 60 T, milliers de milliards) ou de la dette privée (> $ 180 T), des marchés de la couverture des risques (> $ 600 T), des transactions monétaires (> $ 5 T/Jour) et des marchés d’actions (> 60 T), l’intégration des plateformes d’échange et l’interconnexion des opérateurs ont conduit à une fluidité extrême des transactions permettant, enfin, d’affecter l’épargne mondiale au mieux de son utilité marginale.

Pourtant, le moteur le plus important de l’investissement n’est pas le capital – le stock d’épargne. C’est la ***confiance*** ! C’est le sentiment qu’ont les investisseurs et les prêteurs que les ressources dont ils se dessaisissent temporairement seront bien utilisées au mieux des compétences des récipiendaires, ou des emprunteurs, dans le cadre des projets qui les réunissent. Lorsque la confiance faiblit, les premiers deviennent naturellement « *not so much concerned with the return on their capital as they are with the return of their capital…* » La confiance – ce lien immatériel qui unit des hommes dans la réalisation de leurs rêves les plus ambitieux –, et qui prend tant d’années à tisser, peut s’effondrer en quelques instants… C’est indéniablement ce qui aurait pu se produire en 2008 sans l’autorité irréfragable de Ben Bernanke, président de la Réserve Fédérale (banque centrale américaine). Et c’est le risque fondamental qui menace aujourd’hui la Grèce…

Quand d’aucuns s’arrogent le droit de s’emparer de l’épargne des autres – au travers de programmes aux acronymes aussi charmeurs que « *QE* », « *ZIRP* » et autre « *NIRP* » –, cherchent à en limiter l’intangibilité ou à en canaliser l’affectation, il devient urgent de se mobiliser… N’en doutez pas, c’est bien de la liberté – de votre liberté –, dont il s’agit !

Durant cette période d’intense activité géopolitique, les marchés de l’énergie (p. ex. UCO/SCO), des métaux précieux (p. ex. UGL/GLL, AGQ/ZSL) et des devises (p.ex. ULE/EUO, YCL/YCS), tels qu’ils s’expriment au travers d’ETF à effet de levier, vous aideront à déchiffrer les rapports de forces…

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**La modestie…, ça s’apprend !\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **25 Février 2015.**

S’il est une chose que les marchés enseignent aux ambitieux et autres intrépides qui osent s’y frotter, parfois même, les défier, c’est bien la ***modestie***… Modestie face à la complexité du monde moderne. Humilité face à l’impossibilité de comprendre les méandres de la psychologie collective qui s’exprime désormais en temps réel. Enfin, honnêteté face à l’incapacité de mesurer l’incidence de tous ces facteurs, passablement enchevêtrés, sur la ***valeur économique*** réelle des ***engagements*** des décideurs, des entreprises et des Etats dont dépendent notre bien-être et notre liberté.

Personne n’a sans doute oublié l’observation de B. Malkiel – dont on ne recommandera jamais assez la lecture de l’excellent ouvrage : *A Random Walk Down Wall Street* –, sur la difficulté qu’ont les professionnels de l’investissement à faire mieux qu’un simple singe armé de fléchettes pour constituer et gérer un portefeuille d’actifs financiers… Comme l’observe B. Ritholtz sur Bloomberg (1): “*The average hedge fund gained a mere 3 percent in 2014 versus an 11 percent rise in the Standard & Poor's 500 Index. That's hardly worth paying a hedge fund outsized 2 percent management fees plus a 20 percent cut of the profits.*” Que resterait-il d’ailleurs de la performance des meilleurs d’entre eux, si on isolait l’incidence de la société **Apple** sur leurs portefeuilles ? (2)

Mais…, le ***manque de modestie*** est loin de ne toucher que les investisseurs ! Il touche également tous ceux – consommateurs, professeurs…, dirigeants, entreprises et Etats –, qui prennent des engagements allant bien au-delà de leurs possibilités objectives de les honorer. A l’heure d’internet, cette forme de ***mensonge*** semble payer de moins en moins, de moins en moins souvent et, surtout, de moins en moins longtemps. Pour les entreprises sérieuses, la publication de résultats trimestriels complets constitue un obstacle incontournable. Et, pour les Etats, la stratégie qui consiste à entretenir l’ambigüité, à faire semblant, parfois même, semblant de faire semblant, ne paraît plus émouvoir les marchés qui, dans le brouillard des conflits monétaires et du surendettement public, conservent plus que jamais la maîtrise… du temps. A tout le moins, tant que l’escalade de la violence reste sous contrôle. Quant à… la réalité historique, chassez-la, elle revient au galop ! (3)

Ainsi, au risque de vous décevoir, les marchés m’y ayant régulièrement invité au cours de ces dernières années, j’atteste qu’avec un peu d’objectivité et sans doute de courage, ***La modestie…, ça s’apprend !***

Puisque l’improbable, l’impensable et l’impossible tendent à définir notre monde, la chute du prix du pétrole et le *chaos* géopolitique généré par le conflit Ukrainien viennent d’affecter la valorisation de nombreuses sociétés actives dans l’exploitation du pétrole et du gaz de schiste (voir PXD, EOG, APA…) et dans les énergies nouvelles (voir FCEL, BLDP, CPST…). Le temps ne serait-il pas venu de (re)lire attentivement leurs derniers 10-Q ?...

1. <http://www.bloombergview.com/articles/2015-02-12/hedge-funds-underperform-as-investors-give-them-more-money>
2. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-23/goldman-sachs-sees-apple-keeping-hedge-fund-stock-returns-afloat>
3. <http://www.larouchepub.com/eiw/public/2015/2015_1-9/2015-08/pdf/10-14_4208.pdf>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

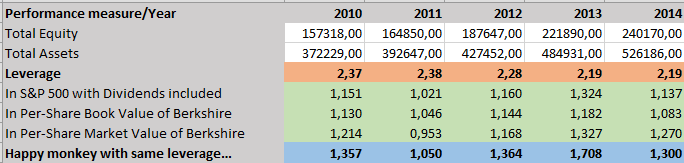
**Abracadabra…  (2,19 x 1,14) - 1,19 = 1,30 !\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **1er Mars 2015.**

On n’apprend pas à un vieux singe à lancer des fléchettes !...

L’évènement financier du week-end est, sans aucun doute, la publication du rapport annuel de la société **Berkshire Hathaway** [1]. Et cette année, cet événement revêt une importance particulière puisqu’il s’agit de la cinquantième lettre à ses actionnaires de l’oracle d’Omaha. Dès les premières heures qui ont suivi sa parution, cette lettre a fait l’objet de nombreuses observations, analyses et commentaires [2], [3], qui méritent tous d’être lus avec attention. On y retrouve toute la sagesse de son auteur. Sa fine analyse de la situation économique américaine et mondiale. Sa capacité à prendre de la hauteur par rapport à l’imprévisibilité des choses, des hommes et des systèmes. Sa profonde honnêteté intellectuelle pour ce qui concerne ses erreurs de jugement et/ou d’investissement. Son indiscutable performance financière. Ses leçons de vie et ses conseils personnels. Et…, son inénarrable sens de l’humour ! Pour tout cela, et sans la moindre réserve : MERCI Monsieur Warren Buffett.

Mais…, on n’apprend pas à un vieux singe à lancer des fléchettes ! L’opportunité était trop belle. Il m’était difficile de ne pas regarder les chiffres, toujours les chiffres ! De chercher à les comprendre en les croisant et en les soumettant à quelque torture… Rien de bien grave. Mais, une inquiétude. Qu’eût été au cours des cinq dernières années la performance d’un « *Happy monkey* » se retrouvant responsable de la gestion des mêmes ressources financières (*Total Equity* et *Total Assets*), par le miracle d’un endettement consenti, pour partie au moins, par d’hypocoristiques banquiers ? Sauf erreur et/ou omission, vous trouverez la (les) réponse(s) dans le petit tableau qui suit.



Comme je le rappelais dans une note récente, les marchés nous invitent régulièrement à la modestie. Aujourd’hui, ils semblent s’adresser aux meilleurs investisseurs et non plus seulement aux pauvres… professeurs ! En matière de gestion d’actifs, un singe doté de fléchettes vaut un joueur d’*ukulélé*...

Mais, *Chhhuuut* !… Comme me le rappelait une de mes petites filles : « *Si on croit au Père Noël, bien sûr qu’il apporte des cadeaux !* »

[1] <http://www.berkshirehathaway.com/2014ar/linksannual14.html>

[2] <http://www.zerohedge.com/news/2015-02-28/warren-buffett-releases-monster-43-page-half-century-letter-berkshire-faithful>

[3] <http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2015/02/28/warren-buffett-chronicles-2014-and-50-years-of-berkshire-hathaway-in-annual-letter/>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**La trappe à illusions…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **3 Mars 2015.**

Le climat s’y prêtant, ainsi que mon manque d’intérêt pour l’activité sportive – « *Exercise, excercise, never any exercise !* » –, je me suis mis à rêver à une solution à la situation économique exceptionnelle que nous connaissons. Et, pour me mettre en condition, j’ai relu l’excellent article publié par Paul Krugman en… 1998 [1]. Ce texte explore la « *Trappe à liquidité* » chère à Keynes et à Hicks. Il cherche à en comprendre les causes. A en anticiper les conséquences. Et, surtout, à proposer des solutions.

“*A liquidity trap is a condition in which monetary policy loses its grip because the nominal interest rate is essentially zero… The quantity of money becomes irrelevant because money and bonds are viewed by the private sector as perfect substitutes… It can raise neither output nor prices, and indeed seems powerless to prevent deflationary pressures… The problem is that the markets believe that the central bank will target price stability, given the chance, and hence that any current monetary expansion is merely transitory... Under such conditions, an increase in high-powered money will have little effect on broad aggregates, and may even lead to a decline in bank deposits and a larger decline in bank credit…. The traditional view that monetary policy is ineffective, and that fiscal expansion is the only way out, must be qualified… The economy needs inflation, because it needs a negative real interest rate; the deflationary pressures actually being manifested represent the economy trying to generate that needed inflation by reducing current prices compared with the future price level. The only way to avoid lowering the current level is to raise the expected future level… Hence,* ***monetary policy will in fact be effective if the central bank can credibly promise to be irresponsible… and creates expectations of inflation…****”*

La grande dépression (1929-1939) est l’exemple classique de la « *Trappe à liquidité* ». De même, sans doute, que la situation japonaise en 1993-1997. Quant à la situation actuelle de l’Europe, à vous de décider ! Mais, Paul Krugman semble avoir raison, malgré les critiques suscitées par son analyse. Nous ne sortirons pas de la situation présente sans avoir recours à une stratégie mixant intelligemment la dimension fiscale, et donc politique – réduction des taxes et/ou investissements d’avenir –, et monétaire. Dans ce dernier cas, il s’agira de convaincre les acteurs du secteur privé que l’objectif d’inflation n’est pas qu’un vœu pieux !

Pour l’investisseur, cet environnement est somme toute favorable. Il va falloir rechercher les sources de la croissance rentable dans un environnement déflationniste… Juger les responsables politiques sur la base de leur courage à prendre des décisions allant à l’encontre des valeurs pour lesquelles ils ont été élus… Evaluer la cohérence des banques centrales au cours du marathon, et non du sprint, à venir… Enfin, créer un climat de confiance propice à l’entreprise privée et à l’investissement long…

La *trappe à liquidité* ne serait-elle pas plutôt une *trappe à illusions* ?

1. <http://www.brookings.edu/~/media/projects/bpea/1998%202/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogoff.pdf>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Apocalypse ? Not now…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **4 Mars 2015.**

J’ai une profonde admiration pour l’œuvre de René Girard (« *Des choses cachées depuis la fondation du monde* »… « *Achever Clausewitz* »). Professeur de littérature, passionné d’histoire, anthropologue, il a passé sa vie entre les Etats-Unis et la France. Dans « *Des choses cachées depuis la fondation du monde* », il précise sa pensée sur les mécanismes qui régissent le comportement des hommes en société. A partir des lois psychologiques que maîtrisent les grands auteurs, il propose une théorie de la ***rivalité mimétique***, selon laquelle à travers l’objet, c’est toujours l’être du modèle qui est visé. « *Tout désir est désir d’être.* »

Selon lui, une *crise* est toujours le résultat de la propagation de rivalités mimétiques. A son paroxysme, la fascination passe de l’*objet* aux *acteurs* impliqués, et le *tous contre tous* se transforme en *tous contre un*, générant une victime arbitraire qui focalise sur elle la violence : le *bouc émissaire* ! Son sacrifice libère chacun de sa barbarie. C’est le miracle de la paix retrouvée. La victime devient sacrée, portant en elle la capacité de déchaîner la crise comme celle de ramener la paix ! « *C’est la genèse du religieux archaïque que René Girard vient de découvrir : du* ***sacrifice*** *rituel comme répétition de l’événement originaire, du* ***mythe*** *comme récit de cet événement, des* ***interdits*** *qui sont l’interdiction d’accès à tous les objets à l’origine des rivalités qui ont dégénéré dans cette* ***crise*** *absolument traumatisante. Cette élaboration religieuse se fait progressivement au long de la* ***répétition*** *des crises mimétiques dont la résolution n’apporte la paix que de façon temporaire.* » (Wikipédia)

Dans « *Achever Clausewitz* », Girard explore la pensée du théoricien militaire sur la « *montée aux extrêmes* » observée dans les rapports humains quand ils deviennent hostiles. La violence non maîtrisable peut conduire au pire : l’*apocalypse*… Etat dans lequel il n’est pas interdit de penser que notre monde soit entré aujourd’hui… Mais, comme l’observe l’auteur : « *Renoncer à la violence, c’est sortir du cycle de la vengeance et des représailles...* *C’est l’apport singulier du christianisme.* »

Dans « *A short history of financial euphoria* », Galbraith décrit la régularité avec laquelle les marchés financiers connaissent des chutes dans la démence. Il observe que les épisodes euphoriques, où la hausse provoque la hausse – ou la baisse engendre la baisse –, sont internes au marché lui-même. Comportement imitatif, *rivalité* *mimétique* avez-vous peut-être pensé ? Ces épisodes impliquent toujours une dette excessive (*levier*) qui exacerbe les comportements. Ils sont farouchement soutenus par ceux qui en profitent et fustigent ceux qui ont l’audace de douter…

Il me semble difficile de ne pas établir un lien entre la *théorie* de Girard et les *observations* de Galbraith ! Le comportement des investisseurs – individuels et/ou institutionnels –, intègre incontestablement une dimension mimétique. Et, je pense que les *excès* des marchés gagneraient à être analysés comme autant d’exemples d’« *escalades dans la violence !* » La recherche de *boucs émissaires* et l’élaboration de *mythes* et d’*interdits* participeraient alors naturellement d’une forme de retour au calme et à la réalité…

Le pire n’étant jamais certain, et les grandes décisions, les plus courageuses, ne se prenant généralement que face au précipice, je doute de l’imminence de l’apocalypse… Je vous invite donc à parier sur le fait que le monde sera toujours là dans cent ans et que vous êtes personnellement invités à contribuer à son amélioration, à son harmonie et à son intégrité, au travers des investissements d’avenir que vous réaliserez au cours du temps qui vous reste… à vivre ! Pas de chance, donc. C’est votre tour. Au boulot !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**If you can’t beat them…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **5 Mars 2015.**

***Il n’est pas interdit de rêver !...***

Imaginons un *système économique* présentant les caractéristiques suivantes :

* L’Etat a la sagesse – pour ne pas dire l’intelligence ! –, de représenter moins de cinquante pour cent de l’activité économique (*Produit Intérieur Brut*) du système de création et de répartition de richesses dont il a la responsabilité du bon fonctionnement et de la performance globale…
* L’Etat, dans le respect du principe de *subsidiarité* cher à saint Augustin, favorise et incite les agents économiques – individus et entreprises –, à la prise de risque responsable, à la création de valeur et à son libre partage…
* L’Etat respecte la propriété privée, intellectuelle, commerciale et industrielle, et organise son évaluation économique, de même que son transfert partiel et/ou sa cession, par un mécanisme de marchés ouverts, efficaces et perméables à une information diversifiée, largement accessible…
* Les individus sont invités par un système éducatif performant à acquérir et à enrichir les compétences intellectuelles et/ou manuelles qui leur permettront de mettre en valeur leurs qualités distinctives : créativité, intelligence, ambition, courage…
* Les individus et leurs projets sont respectés par une administration publique efficace soucieuse du bien commun et chargée de donner des impulsions dans le cadre d’une vision harmonieuse et proactive du développement…
* Les entreprises privées sont acceptées dans leur mission et dans le mode d’organisation qu’elles jugent approprié pour atteindre leurs objectifs dans le respect des lois, des règlements et des coutumes qui définissent leur environnement, de même que dans le respect de leurs contraintes opérationnelles…
* Les individus et les entreprises sont responsables du surplus de richesse (*épargne*) qu’ils génèrent et peuvent affecter librement au financement de projets publics, au financement d’autres entreprises (fonds propres et/ou fonds de tiers), ou au financement de toute autre activité leur paraissant justifiée…

Au risque de surprendre…, un tel système n’est pas très éloigné de celui dans lequel nous vivons aujourd’hui, si l’on fait abstraction de quelques manquements mineurs ☺ ! Dans une large mesure, chacun d’entre nous a la liberté de choisir sa voie personnelle ; la liberté de se tromper, d’apprendre et de s’améliorer ; la liberté de construire, de faire évoluer son projet professionnel et d’en répartir les fruits de manière responsable…

Ainsi, plutôt que de nous… plaindre, ou d’attribuer à d’autres la responsabilité de nos errements et de nos échecs, accueillons vivement la *liberté* de pouvoir nous associer, dans un contexte international ouvert, aux projets des autres, à leur travail et à leur performance, au travers d’investissements avisés.

Un dernier… conseil, donc: « ***If you can’t beat them, join them!*** »

Dans le brouillard des temps présents, il est indispensable que cette liberté essentielle, la *liberté d’investir*, fondement de bien d’autres libertés, soit précieusement préservée et partagée avec le plus grand nombre ! Il en va du devenir de REGI, de HYGS, et du… vôtre !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Babillage de potaches…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **3 Avril 2015.**

Il régnait au *Massachusetts Institute of Technology*, dans les années soixante-dix, un climat de saine et amicale compétition entre les étudiants des départements *Economie* et *Management Science*… Les premiers rêvaient sans doute aux *Nobel* à venir. Les autres, se consacraient aux révolutions en germe dans les domaines de l’informatique décentralisée, de l’intelligence statistique et de l’optimisation opérationnelle. Monde idéalisé contre monde réel… Réflexion contre action… Déjà alors !

C’est pourquoi les récents échanges entre mes lointains voisins de palier Ben Bernanke [1], Larry Summers [2] et Paul Krugman [3] m’ont particulièrement intéressé, et, autant l’avouer, amusé !

Sans surprise, on ne peut qu’apprécier la courtoisie avec laquelle ils semblent être d’accord sur leurs désaccords. Désaccord au niveau du diagnostic quant à la nature et à la sévérité de la situation actuelle : « *liquidity trap* », « *secular stagnation* » – forme *persistente* du « *liquidity trap* » –, « *deflation* », « *lowflation* », « *saving glut* », « *weakness* », ou simples « *headwinds* »… Désaccord au niveau des solutions envisageables : « *fiscal policy* » – soutien à l’investissent public et/ou privé –, « *international capital mobility* », et/ou stimulation de la demande au travers d’un « *wealth effect* » résultat de diverses « *bubbles* »... Enfin, désaccord quant au « *Wicksellian natural rate of interest* » ou « *Equilibrium real interest rate* » – taux d’équilibre entre l’épargne et l’investissement en situation de plein emploi, et donc non directement… observable ! –, qui, une fois comparé au taux d’intérêt réels, constitue un guide dans les choix monétaires (taux d’intérêt nominal à court terme, voire diverses formes de rachat d’actifs)…

Que retenir de ce « *Mumbling with great incoherence* » ? Pour ce qui me concerne, quatre choses :

1. Les meilleurs économistes n’ont pas une vision commune de l’exacte nature, des causes précises, et des conséquences, de la situation actuelle…
2. Les taux d’intérêt réels sont vraisemblablement, dès aujourd’hui, faiblement négatifs aux Etats-Unis (5 ans), et nettement négatifs en Europe et au Japon (dix ans et… plus !)…
3. La politique monétaire actuelle cherche à relever les *anticipations* d’inflation et donc à faire tendre les taux réels à la baisse…
4. Une politique fiscale de soutien à l’investissement public et/ou privé pourrait, si elle était bien calibrée (cibles, intensité et durée), avoir une incidence positive sur le redémarrage de la croissance…

Ce n’est donc pas demain que l’environnement macroéconomique mondial changera significativement. Il va falloir faire preuve de beaucoup de patience, redonner confiance en l’avenir et, sans doute, éviter les sources de conflit et de paralysie à quelque niveau que ce soit. Tout en conservant à l’esprit que les taux d’intérêt auront toujours tendance à être inférieurs au taux de croissance du PIB !

Ainsi, et comme l’observe Bill Gross [4]: « *When Jim Cramer screamed “they know nothing, they know nothing”, he was being a little unfair but not by much…*» ☺ !

[1] <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>

[2] <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/01-larry-summers-response>

[3] “*Liquidity Traps, Local and Global (Somewhat Wonkish)*”, <http://krugman.blogs.nytimes.com/>

[4] <https://www.janus.com/bill-gross-investment-outlook>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

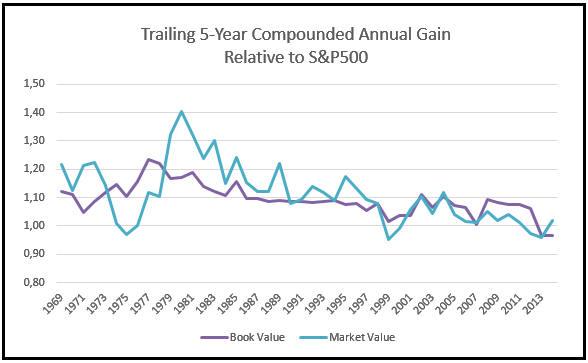
\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Bonjour réalité…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **8 Avril 2015.**

Soyons honnêtes. La position de « *spectateur* » est souvent plus confortable que celle d’« *acteur* »… Même si, bien évidemment, il n’y aurait pas beaucoup d’acteurs sans spectateurs ! Cette observation, me semble-t-il, est aussi pertinente pour la comédie à ciel numérique que constitue le « *petit monde* » de l’investissement… C’est donc avec déférence, mais un peu de tristesse aussi, que je partage avec vous mes dernières découvertes quant à la performance réelle de la société **Berkshire Hathaway Inc.**, holding financière et industrielle de l’investisseur légendaire dont je vous ai déjà parlé (Voir mes *Notes de marchés* des 11/07/2014 et 01/03/2015).

La plus récente des « *Letters to Berkshire Shareholders* » disponible sur *Internet* reproduit l’évolution de la performance de cette entreprise au cours des cinquante dernières années – au niveau des fonds propres (*In Per-Share Book Value*) et de la capitalisation boursière (*In Per-Share Market Value*) –, ainsi que l’évolution de l’Indice Standard & Poor 500 (*In S&P 500 with Dividends Included*). Après quelque trituration à l’aide d’*Excel*, et sauf erreur de ma part, la figure suivante donne l’évolution du taux de croissance – calculé sur les cinq dernières années et exprimé en termes relatifs par rapport au propre taux de croissance du S&P500 –, des deux mesures de la performance retenues.



Quatre observations, brutes de forme…

- Quel que soit le critère considéré, l’évolution de la performance est baissière depuis de nombreuses années (« *Rendements décroissants ?*», serait-on tenté de penser)…

- Cette performance, particulièrement au cours de la période la plus récente, tend à se confondre avec celle du marché (S&P500)… (Encore et toujours Barton Malkiel et son célèbre *Happy monkey* !)

- Dans le cas précis, l’hypothèse selon laquelle « *The ability to invest improves with age* » ne semble objectivement pas être validée…

- En l’absence d’un sursaut de performance dans les années à venir, le marché, qui ne brille guère par sa fidélité, pourrait bien devenir réceptif à une mise en valeur alternative des actifs détenus…

Voilez la réalité des choses… elle apparaîtra le bon jour !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Le roi est nu…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **23 Avril 2015.**

On ne peut qu’être surpris par le *Blog* [1] de Ben Bernanke, ancien président de la banque centrale américaine et nouveau conseiller du *Hedge Fund* Citadel Investment Group, lorsqu’il évoque son incompréhension face à l’évolution récente du taux d’intérêt des fonds fédéraux à dix ans. Le roi serait-il nu ?

Pour mémoire, le taux des emprunts d’Etat à dix ans a chuté aux Etats-Unis de 3 pour cent à la fin 2013, à 2,5 pour cent au cours de l’été 2014, pour atteindre récemment de l’ordre de 1,9 pour cent. Une évolution similaire est observable dans les principaux pays industrialisés.

La fin du programme d’Assouplissement Quantitatif (QE, *Quantitative Easing*) de la *Federal Reserve* étant acquise, une telle évolution surprend l’observateur aguerri, dont, semblerait-il, Ben Bernanke. Cherchez donc l’erreur ? Parmi les explications envisageables, dans un environnement monétaire particulièrement accommodant : la répercussion du programme de QE mis en place par la banque centrale européenne ; l’anticipation d’une croissance économique atone, que suggère également la chute du cours du pétrole ; l’impact des nouvelles normes et réglementations mises en place en matière de couverture des risques au sein des institutions financières ; enfin…, l’acceptation par les intervenants et opérateurs de marché de l’hypothèse déflationniste. Dans ce cas, exprimés en termes réels, les remboursements d’une dette souveraine seraient « *mécaniquement* » favorables au prêteur, en dehors de tout intérêt… A chacun son choix !

L’important, me semble-t-il, est que la politique monétaire actuelle paraît avoir définitivement atteint – peut-être même dépassé ? –, ses limites, et que les marchés aient repris en mains leur destinée et leur responsabilité première en matière de fixation du « *prix* » du risque. Ainsi, et à moins qu’ils ne se trompent, ils nous indiquent clairement qu’une croissance économique future est, en l’état actuel des choses, un rêve « *abracadabresque* »... Dans la dernière ligne droite conduisant à la prochaine élection présidentielle américaine, il est donc vraisemblable que l’investissement public – et/ou privé – soit soutenu au travers de diverses mesures fiscales. Evitant, on peut l’espérer, la radicalité de la solution mise en place fin des années trente…

Quant au « *Short of a Lifetime* » de Bill Gross [2], qui nous invite à vendre à découvert les emprunts d’Etat allemands (*Bunds*) à dix ans – qui génèrent actuellement de l’ordre de 0,1 pour cent –, c’est, sans doute, un pari risqué à court terme. Je crains qu’il ne vous faille attendre quelque temps avant de pouvoir déployer avec bonheur certains ETF inverses : TBX, TBF, PST et autres TBT, par exemple…

[1] <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/13-interest-rate-term-premiums>

[2] <http://www.bloombergview.com/articles/2015-04-22/bill-gross-s-short-of-a-lifetime-would-mean-armageddon>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

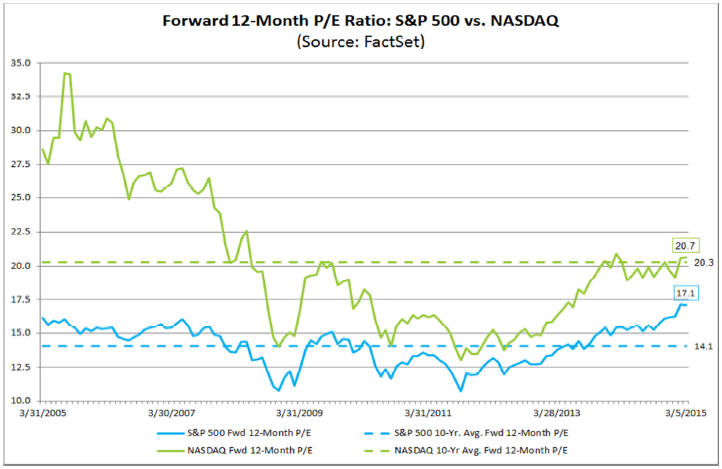
**Jab, Cross, Left Hook, and… FINISH !\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **24 Avril 2015.**

Aller chercher la ***croissance rentable*** – ou, mieux encore, l’***anticipation***… de croissance rentable –, là où elle est !



En s’efforçant de ne pas la payer trop généreusement…



Et en se concentrant, de préférence, sur des secteurs porteurs et/ou des entreprises innovantes susceptibles de générer une croissance pérenne dans un environnement adverse : « *No growth. No inflation. But…, some hope !* »

Sans aucun doute, **LA** clé du succès dans les années à venir…

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Toute entreprise bien portante…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **1er Mai 2015.**

« *Celui qui sait, fait.*

*Celui qui ne sait pas, enseigne.*

*Celui qui ne sait ni faire, ni enseigner…, écrit !* »

J’en connais même qui, ne sachant ni « *faire* », ni « *enseigner* », ni « *écrire* », se contentent de respecter la *liberté* des autres, d’en observer le comportement, d’en analyser les ressorts cachés, et de… sourire à la vie. « *Sit down, shut up and think !* » Ce ne sont pas les moins utiles à la société, ni les moins heureux ! On les retrouve sur les marchés... Parfois, aussi, à l’université.

L’actualité politico-économique – il semble décidément impossible de séparer ces deux larrons ! – est particulièrement riche. Entre les problèmes fiscaux d’**Apple** en Irlande, les survaleurs de **Microsoft**, le manque de visibilité de **Twitter** et de **LinkedIn**, les très lucratives « *Fondations* » de la famille Clinton, l’intérêt enfin avoué de Ben Bernanke pour la finance sonnante et trébuchante, et les discrètes négociations sur la rémunération des serviteurs de l’Europe…, on a le choix. Nos petites magouilles locales ne font décidément pas le poids. N’en déplaise à Madame Saal, à Monsieur Le Pen, et aux beaux parleurs ou prêcheurs de morale. « *Faites ce que je dis, pas ce que je fais…* »

Il suffit de relire *Les Caractères* de Jean de la Bruyère (1688), et d’observer ses contemporains, pour comprendre que, dans ses dimensions fondamentales, l’homme change peu, très peu, et, surtout, très lentement. Ses motivations profondes – pas toujours conscientes et rarement avouées ! –, paraissent immuables. Cachez le naturel, il revient au galop ! Quant aux *révolutions technologiques*, Kuhn nous le rappelle, elles prennent bien plus que le temps d’une génération.

Il en va de même dans le monde de l’entreprise. ***Toute entreprise bien portante (bien gérée…) est une entreprise malade (mal gérée…) qui s’ignore*.** Les mêmes problèmes se posent, et se répètent, avec une régularité surprenante au cours de sa croissance – émaillée de multiples périodes d’abattement, de convalescence, de rémission… –, et de sa dégénérescence. Le spectateur de la vie des affaires a vite fait de découvrir que « *tout change pour que rien ne change !*» « *Nous devons devenir moins libéraux et moins socialistes. Pas l’un ou l’autre ni l’un contre l’autre, mais les deux à la fois* » lit-on dans *Le Figaro* d’hier. Comprenne… qui pourra !

La *valorisation* des entreprises, elle aussi, suit l’*air du temps* et les méandres de la « *folie* » des hommes. Telle entreprise qui, hier encore, était encensée est aujourd’hui décriée. Les *fondamentaux* n’ont qu’une importance relative : la finance fait place à la psychologie ; la réalité au rêve ; le présent au futur ; le fait à l’illusion. Quand les marchés sont disposés à payer pour prêter à des Etats impécunieux, on sait que le monde est sur le point de retrouver certains de ses vieux démons. L’évolution récente de GDX, et autre GDXJ, pourrait en témoigner…

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**One life. One shot. Make it count…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **14 Mai 2015.**

J’ai souvent entendu dire que rouler à vitesse constante sur une autoroute favorisait la somnolence et engendrait des accidents. Pourtant, c’est sans compter sur le fait qu’il arrive de suivre des semi-remorques ou des autocars sur lesquels d’intrépides esprits ont décidé de rappeler le nom de la dernière boisson à la mode ; l’originalité du design des meubles polonais ; et… l’importance de garder les yeux grands ouverts, de prendre conscience du privilège qui est le nôtre de vivre dans une Europe développée et civilisée. Ainsi, c’est sur un autocar anglais que je dépassai il y a quelques jours, dans le respect de la limite de vitesse en vigueur…, que je pus lire : « ***One life, One Shot. Make it count…*** »

« *On a deux vies, et la deuxième commence quand on se rend compte qu’on n’en a qu’une* », (Confucius, 551 av. J.-C.). Fi des regrets ! Notre seul « actif » est le temps de vie qui nous reste à mettre en valeur au travers des *décisions* que nous prendrons, dans le respect des règlesfondant une société démocratique. Décisions consistant à déployer nos ressources dans l’*espace* et dans le *temps*, en s’associant éventuellement à d’autres dans la réalisation de leurs ambitions et de leurs rêves les plus fous. En d’autres termes : en… *s’investissant* et/ou en *investissant* !

Le « génie » de l’*économie de marchés*, intelligemment encadrée par un pouvoir responsable et visionnaire, sur les autres modes d’organisation, réside dans le fait qu’elle donne, au sens statistique du terme, un nombre élevé de *degrés de liberté* à celles et ceux qui acceptent de prendre leur devenir en mains. La diversité des choix individuels, formés dans le respect de la liberté des autres, fonde l’originalité des parcours, de même qu’elle assure une répartition efficiente des moyens disponibles et contribue à l’accélération de la *croissance*. Et donc…, à l’accroissement du *surplus de richesse* à partager.

Mais, les *intentions* des hommes se doivent d’être régulièrement testées et validées… La publication de résultats trimestriels sincères rappelle aux dirigeants que le succès à long terme d’une entreprise, ainsi d’ailleurs que leur crédibilité personnelle, se construisent toujours dans l’*excellence* et la *cohérence* des résultats à court terme ! Inverser les priorités à ce niveau conduit toujours à la catastrophe pour l’actionnaire crédule. Croire en la parole des autres, surtout si leurs intérêts sont opposés, n’a pas sa place dans le monde de l’investissement. Ainsi, les résultats du premier trimestre 2015 étant connus pour de nombreuses entreprises, et les marchés ayant infligé une correction aux projets les plus aventureux et aux dirigeants les plus téméraires, le temps est venu de faire le tri des illusions perdues et de se repositionner sur quelques dossiers prometteurs dont la capitalisation boursière reflète enfin la valeur économique créée et la croissance de la rentabilité. Je déclare donc ouverte pour le trimestre en cours la chasse au PEG avéré..., inférieur à 0,8. A vos *stock screeners*!

A l’avenir, ne soyez pas surpris de lire, sur un véhicule gris circulant sur l’autoroute A1 :

« ***One life. Two shots. Make the second count...*** »

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

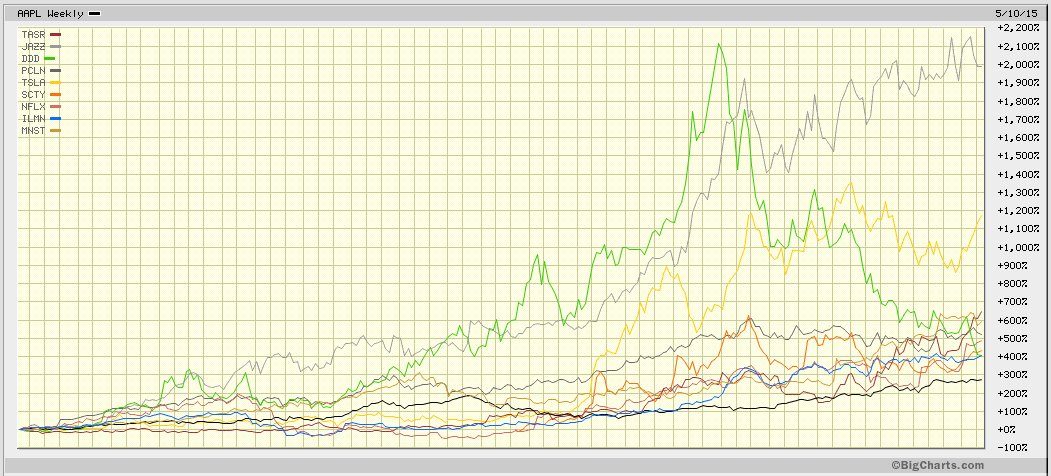
**Et, le gagnant n’est pas…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **15 Mai 2015.**



Performance, au cours des cinq dernières années, de quelques sociétés méritant sans doute que vous lisiez plus attentivement leurs derniers 10-Q…

(<http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> )



JAZZ, (+/-) 2 000%  ; TSLA, (+/-) 1 000%  ; MNST, (+/-) 600% ;

TASR, (+/-) 600%  ; PCLN, (+/-) 500%  ; NFLX, (+/-) 450% ;

SCTY, (+/-) 400%  ; ILMN, (+/-) 370%  ; DDD, (+/-) 350% ;

**Et, la « *lanterne rouge* », AAPL, (+/-) 250% !**

Bonne lecture des derniers 10-Q… Au besoin, adaptez vos principes d’investissement à la lumière de vos découvertes. Semblerait-il - mais pour combien de temps ? - validées par le marché !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**A qui on a beaucoup donné…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **16 Mai 2015.**

La situation doit être extrêmement grave pour que Roger Cukierman (***Le Figaro***, 15 mai 2015), président du Conseil Représentatif des Institutions Juives de France (CRIF), appelle courageusement juifs et chrétiens à refuser la logique de la guerre des religions et à ne pas céder au piège que tend la violence… Il évoque l’effroyable martyre des chrétiens d’Orient qui se déroule dans « *une indifférence qui finit parfois par ressembler à de la complicité.* » « *Frères dans la douleur* », il exprime au nom de la communauté juive organisée son amitié, son affection et « *la plus totale, la plus infaillible solidarité.* »

Dans un article paru le même jour sur « *L’ignorance religieuse ou l’impossible laïcité* », Laurent Stalla-Bourdillon note que vivre une laïcité respectueuse, exige d’apprendre « *à poser un diagnostic rationnel sur la nature humaine et à reconnaître son incontournable soif d’infini* ». Et, il observe que « *l’indice de tolérance humaine baisse avec la pauvreté…* »

Pour le modeste universitaire que je suis, la question, me semble-t-il, n’est pas de savoir si une intelligence supérieure nous a, dans un acte de pure bonté, insufflé la vie…, mais bien d’accepter qu’une telle intelligence puisse être et qu’elle l’ait fait pour celles et ceux qui le croient et dont la vie cherche à en être le reflet. Mieux que le pari de Pascal, Jean d’Ormesson, écrit dans *Un jour je m'en irai, sans en avoir tout dit*, (Paris : Robert Laffont, 2013) : « *Il n’est pas exclu, je suis si faible et si bête, que je me sois trompé et que vous n’existiez pas. Parce que mon rêve aura été beau et qu’il m’aura empêché de sombrer dans l’absurde et dans le désespoir, parce que, légende ou réalité, vous m’aurez fait vivre un peu au-dessus de ma bassesse inutile, je n’en bénirai pas moins votre grand et saint nom.* »

Personnellement, je ne me sens pas suffisamment « coupable » que pour rejeter toute possibilité de devoir rendre des comptes à plus sage et plus intelligent que moi. Après tout, ne sommes-nous pas déjà jugés de notre vivant par nos proches : membres de notre famille, amis, ennemis, collègues, et… étudiants ? Dans l’Egypte ancienne, nous rappelle Bossuet dans son *Discours sur l’histoire universelle*, aussitôt qu’un homme était mort, on l’amenait en jugement. « *Si l’accusateur public prouvait que la conduite du mort avait été mauvaise, on en condamnait la mémoire, et il était privé de la sépulture. Ainsi, chacun, touché de l’exemple, craignait de déshonorer sa mémoire et sa famille…* »

N’en déplaise aux apôtres de la décroissance et autres rêveurs d’absolu, de tous temps, la misère, au sens économique du terme, a été la mère de bien des malheurs et de bien des violences. Pourtant, dans le monde ouvert que nous connaissons, chacun pourrait, par l’application de son intelligence et le déploiement de ses talents personnels, contribuer à en réduire l’ampleur et l’incidence. Mettre les marchés au service du beau, du bien, et du bon n’est pas nécessairement illusoire ni utopique. Cette possibilité nous est réellement offerte… Et si le résultat n’est, bien sûr et fort heureusement, pas assuré, le mérite n’est-il pas d’abord dans le courage d’oser ? Quant au succès, à la reconnaissance, aux remerciements et autres décorations, « *Who cares ?* »

Ainsi, à qui on a beaucoup donné, peut-être ? sera-t-il un jour beaucoup demandé…

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Voyage en absurdie…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **17 Mai 2015.**

Pascal assure que : « *Si le nez de Cléopâtre avait été différent, la face du monde en eût été changée…* »

Le sentiment de Jean Dutourd, de l’Académie française, quant à la compétence de ceux qui nous représentent et nous gouvernent est connu de tous : « *La terre est peuplée d’une infinité d’imbéciles, lesquels choisissent dans leur sein quelques-uns d’entre eux pour les conduire, ce qui explique la plupart des tragédies ou « drames nationaux » dont l’histoire des démocraties est jalonnée.* » Mais…, c’est un homme sincère, qui mérite certainement que l’on respecte l’exercice d’uchronie auquel il se livre dans *Le feld-maréchal von Bonaparte* (Paris, Flammarion, 1996).

Si Louis XV n’avait pas acheté la Corse à la République de Gênes en 1767… Si Louis XVI avait fait entrer le 13 juillet 1789 deux régiments de cavalerie à Paris… Si Napoléon, qui avait besoin d’argent, n’avait pas vendu aux américains la Louisiane en 1803… « *L’Histoire est faite de détails fortuits… Elle ne sait jamais où elle va au moment où elle s’accomplit… Elle n’a ni fatalité ni morale… Elle est le résultat de passions irréfléchies, d’insuffisances, de défauts de caractère, de mollesse, de sottise… Il est impossible de prévoir la route qu’elle prendra, ni même, l’ayant prise, où cette route la mènera… Le plus grand génie n’arrive à rien sans l’occasion, et la plus belle occasion sans un homme pour l’exploiter n’est qu’une péripétie…* »

Dans la vie des affaires, que serait aujourd’hui le monde si Bill Gates n’avait pas abandonné ses études à Harvard… Si Steve Jobs n’avait pas été licencié d’Apple… Si Ben Bernanke n’avait pas été président de la Réserve Fédérale en 2008… Quels sont les *événements* qui auraient pu se produire alors, et qui ne se produiront peut-être jamais, mais dont on ne peut sous-estimer l’éventuel impact sur notre devenir s’ils se produisaient demain ? « *Things that haven’t happened are as interesting as those that have happened, because if there are “Known knowns” – things we know that we know – there are also “Known unknowns” – things we know that we don’t know – and “Unknown unknowns” – things we don’t know that we don’t know!* » rappelle Donald Rumsfeld, Ministre de la Défense des Presidents Gerald Ford et George W. Bush.

En supposant qu’il y en ait une…, la *clé* du devenir n’est donc que très rarement dans les événements passés, mais bien plutôt dans les événements « *concurrents* » qui, ne s’étant pas produits, pourraient s’ils se réalisaient demain en affecter l’accomplissement. L’important est donc nécessairement invisible, insensible, immatériel… Dans le domaine de l’investissement, et si l’on veut efficacement cerner et calibrer l’éventail des possibles, il est essentiel d’apprendre à entendre ce que ne disent pas les dirigeants ; à lire ce qui n’est pas écrit dans les états financiers et les rapports d’activité ; et à voir ce qui n’est pas explicité dans les modes d’organisation opérationnelle…

Ainsi, *investir* : c’est, avant toute autre chose, penser l’impensable, imaginer l’impossible, et paramétrer l’improbable !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Observer et écouter le chant des *Yieldco*…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **19 Juin 2015.**

Etant amateur de café et de *donuts*, il m’était impossible de ne pas croiser Paul A. Samuelson, prix Nobel d’économie, à la cafeteria de la Sloan School du M.I.T. Mondialement connu pour son livre de référence en Economie, il s’est distingué par ses travaux sur le fonctionnement des marchés. Ce que l’on sait moins, toutefois, c’est qu’en tant qu’investisseur il en a aussi subi… le courroux : « *Investing should be more like watching paint dry or watching grass grow. If you want excitement, take $800 and go to Las Vegas.* »

Plutôt que d’attendre que la « couleur sèche » ou que « l’herbe pousse »… je préfère écouter le chant des oiseaux. La diversité de leur répertoire, l’imprévisibilité de la nature, du rythme et de l’amplitude des sons qu’ils émettent, contribuent à l’harmonie de l’ensemble, et me paraît bien plus proche de ce que je sais du fonctionnement des marchés ; même s’il m’est difficile de ne pas conserver à l’esprit que « *celui qui croit savoir, ne sait pas qu’il croit !* » Comme le notait récemment Georges Soros [1], « *The Efficient Market Model* » et « *The Rational Choice Theory* » ne sont en fait que des… hypothèses. Mais, elles contribuent à une « *conception magique du marché* », à « *une joyeuse superficialité* » qui masque une croissance « *vorace et irresponsable* », cause probable de la pauvreté de tous demain, selon François [2].

Sous la surface, pourtant, les marchés s’adaptent, anticipent et innovent constamment. Avec le développement des *Yieldco*, ils sont à l’origine de nouveaux modes de déploiement des technologies sur lesquelles reposera toute croissance durable. En déplaçant, et en bornant, le risque financier pour l’innovateur et le risque opérationnel pour l’utilisateur, de telles sociétés constituent de puissants accélérateurs dans la conversion énergétique et la mise en place de réseaux intelligents (*Smart Grids*). L’introduction en bourse aujourd’hui de **8point3 Energy Partners** (CAFD), un joint-venture entre **First Solar** (FSLR) et **SunPower** (SPWR) est un bel exemple dans le domaine des « fermes » solaires. Des sociétés telles que **TerraForm Power** (TERP) et **NRG Yield** (NYLD) – cette dernière société ayant récemment intégré un projet clé de **Fuelcell Energy** –, en constituent d’autres.

Dans les vingt années à venir, si vous êtes prêts à adapter votre style de vie dans le sens d’une plus grande sobriété dans l’utilisation des ressources limitées dont dispose notre monde, en vous inspirant notamment de l’observation de François selon laquelle « *Moins est plus…*», je vous invite à observer et écouter le chant des *Yieldco*…

[1] <http://www.nybooks.com/articles/archives/2015/jul/09/partnership-china-avoid-world-war/>

[2] <http://w2.vatican.va/content/francesco/fr/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html>

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Le désir est hypocrite…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **24 Juin 2015.**

L’homme souhaite-t-il réellement ce qu’il déclare désirer ? Ne fait-il pas semblant ? Et même, quelquefois, semblant de faire semblant ?

Quelques faits...

A l’unanimité, les « immortels » viennent d’adopter un texte « *Pour une vraie égalité des chances* ». L’Académie, qui s’inquiète de « *l’aggravation des inégalités* », déplore que la réforme du collège aboutisse à l’affaiblissement des disciplines fondamentales au profit de thématiques interdisciplinaires. Elle note que le redressement du système scolaire devrait résister à la tentation de la facilité, « *L’exigence constituant le principe fondateur de l’école de la République* »…

La Grèce, qui ne pourra sans doute pas se conformer dans les années à venir aux règles de saine gestion qu’impose le fonctionnement de notre zone monétaire, est sur le point d’obtenir un nouveau sursis. Alors que ses dirigeants ont été élus sur la base de leur rejet des accords passés et des mécanismes de fonctionnement du « puzzle » européen, on est en droit de s’interroger sur la durée, et sur le coût probable pour tous les protagonistes, de cette tragi-comédie…

La diplomatie russe revient à la manœuvre... Alexeï Malachenko, dans un supplément au *Figaro* du jour, note que « *tout discours sur la démocratie au Proche-Orient est une fable pour enfants*. » Si le Kremlin décidait d’abandonner Assad, « *Qui devrait-il soutenir ?* » Quant à Vladimir Tchernega, qui s’interroge sur le dégel UE-Russie, il rappelle que « *L’histoire prouve que les situations de ce type sont réglées soit par la guerre, soit par le compromis* » et conclut qu’ « *Il n’existe tout simplement pas d’alternative à la création patiente des conditions de notre nouveau rapprochement* »…

Sur proposition du Conseil Economique, Social et Environnemental (CESE), la « *densité des oiseaux* » pourrait devenir un critère de la qualité de vie complétant les indicateurs de la richesse produite ! Enfin…, un premier pas dans la direction d’une mesure objective de ce que d’aucuns appellent le développement durable. En effet, au cours de la dernière décennie, beaucoup semblent avoir eu tendance à oublier – en confondant parfois leur intérêt personnel avec celui du peuple qu’ils étaient censés représenter ! – qu’une « économie performante » et un « leadership responsable » ne sont pas des antonymes. Le commerce rentable n’est pas nécessairement… inéquitable ! La croissance économique n’est pas obligatoirement… destructrice de l’environnement ! Et, la science fiscale, la sécurité sociale, l’entrepreneuriat coopératif, l’engagement syndical et… la démocratie parlementaire ne sont en fait possibles que parce que leur financement est assuré, directement ou indirectement, par les entreprises qui acquittent leurs impôts ! Entreprises dont tout un chacun peut devenir client, fournisseur, salarié (s’il a la motivation et les compétences requises) et, souvent même, s’il en a l’audace… actionnaire !

Un peu d’honnêteté, donc. Le désir – et l’envie plus encore… – est hypocrite ! Comme tout système économique ne peut distribuer que ce qu’il produit – et, dans la réalité, ne peut redistribuer que les fruits de la croissance –, il faudra bien qu’un jour ou l’autre, tous… on dise, on répète et on enseigne que le travail utile aux autres est le chemin le plus sûr de la liberté. Et que l’entreprise responsable, créatrice de valeur, et génératrice de croissance rentable, constitue le seul outil d’un développement véritablement durable !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Vieux, mais pas obsolète…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **1er Juillet 2015.**

**Terminator** est de retour. A plus de soixante-cinq ans, Arnold Schwarzenegger, ancien gouverneur de Californie, incarne à nouveau le personnage d’un attachant robot qui ne ménage aucun effort pour paraître humain et sauver le monde…

Soixante-cinq ans, c’est l’âge de la retraite pour les professeurs d’université... L’heure de libérer une « place » dans notre vieux système bureaucratique qui souvent confond effervescence et expérience, agitation futile et action utile. Le moment de rendre les clés de son bureau et sa carte de parking. Certains passent le cap avec difficulté, surpris de ne plus être informés, ni consultés. D’autres vivent cet instant comme une véritable libération, attendue et souhaitée, avec le sentiment du travail presque… accompli !

Mais, soixante-cinq ans, c’est à peine le début de la sagesse dans le monde de l’investissement... Certains, comme George Soros en 2000, Warren Buffett en 2008, et autres Carl Icahn ou John Paulson, ont reçu des marchés de cinglantes leçons de modestie bien après l’âge officiel de la retraite, amenant les observateurs les plus perspicaces à se poser une question lancinante : « *Au vu de la complexité de l’environnement politique, économique et technologique actuel, est-il seulement concevable de savoir intelligemment investir avant soixante-cinq ans ?* »

Il y a plus d’un siècle déjà, le banquier d’affaires Henry Clews rappelait avec élégance l’importance de la modestie, de la réflexion, et de l’expérience, dans ce domaine :

*"****Few gain sufficient experience in Wall Street until they reach that period of life in which they have one foot in the grave****. When this time comes* ***these old veterans*** *usually spend long intervals of repose at their comfortable homes, and in times of panic, which recur oftener than once a year,* ***these old fellows*** *will be seen in Wall Street,* ***hobbling down on their canes*** *to their brokers' offices. Then they always buy good stocks to the extent of their bank balances, which have been permitted to accumulate for just such an emergency. The panic usually rages until enough of these cash purchases of stock is made to afford a big 'rake in.' When the panic has spent its force,* ***these old fellows****, who have been resting judiciously on their oars in expectation of the inevitable event, quickly realize, deposit their profits with their bankers, or the over plus thereof, after purchasing more real estate that is on the upgrade, for permanent investment, and retire for another season to the quietude of their splendid homes and the bosom of their happy families”*.

La patience est une vertu ! Ainsi, si vous avez moins de soixante-cinq ans…, il va vous falloir travailler, étudier, lire des centaines de formulaires 10-Q, perdre beaucoup d’argent et, surtout, renoncer à vos illusions sur l’honnêteté et la compétence des hommes : décideurs politiques, industriels et financiers, en particulier…

Mais…, pour ceux qui se sentent prêts, la fin du second trimestre 2015 signe d’intéressantes corrections. De nombreux dossiers vous invitent à redécouvrir la sagesse, à défaut de l’efficience, des marchés. A titre d’exemple, et par ordre alphabétique : APOL, BTU, CREE, DDD, EOG, FCEL, FSLR, GNRC, PAAS, RIG, et TWTR. J’ai bien dit : à titre d’exemple !

Enfin… soixante-cinq ans ! Vieux, mais pas obsolète… « **I’ll be back !** »

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**La fin des haricots…?\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **8 Juillet 2015.**

**« …** *Et pourtant, je vais oser nous projeter dans l’avenir... Au risque de me tromper, la troisième phase de la transformation exceptionnelle que connaît notre monde, la récession économique de la zone asiatique (comprenant la Chine), devrait nous toucher, selon toute vraisemblance, au plus tard vers 2014-15. Après une première phase américaine (2008-09), et une seconde phase européenne (2011-12). Ainsi, comme en 1929-36: « The first wave killed the innocent, the second is killing the brave, and the third will kill the smart! »*

*D’ici là, le savant équilibre politique, économique et financier des USA aura été profondément réformé. De nouvelles technologies auront vu le jour. L’Europe aura peut-être sauvé l’intelligente invention qu’est l’Euro**et décidé d’exister politiquement. Enfin, l’Asie aura découvert que, l’évolution technologique aidant, la démographie, le faible coût du travail et le recours à l’exportation comme moteur de la croissance, ne constituent plus des avantages compétitifs protecteurs.*

*Au cours de la période de gros temps économique à venir, la clé du succès sera de survivre, de protéger votre famille, et de défendre votre capital* ***-*** *votre épargne, fruit de votre travail et de l’effort de celles et ceux qui vous ont précédés* ***-****, objet de toutes les convoitises. De nombreuses cigales, n’en doutez pas, frapperont bientôt, et bruyamment, à votre porte ! »*

(Choffray, 2011, <http://orbi.ulg.ac.be/handle/2268/100581> )

**CQQQ** : Guggenheim China Technology ETF, douze derniers mois…



A suivre attentivement : FXI, MCHI, GXC et autres CHIX, KWEB.

Et, pour celles et ceux qui n’ont pas froid aux yeux : FXP, YXI…

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Enfin, l’explication : « Couper/Coller »…\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **15 Septembre 2015.**

Pas un mot à changer…

<http://krugman.blogs.nytimes.com/>, “*Keynesianism explained*”, Sept. 15, 2015.

“*I would summarize the Keynesian view in terms of four points:*

*1. Economies sometimes produce much less than they could, and employ many fewer workers than they should, because there just isn’t enough spending. Such episodes can happen for a variety of reasons; the question is how to respond.*

*2. There are normally forces that tend to push the economy back toward full employment. But they work slowly; a hands-off policy toward depressed economies means accepting a long, unnecessary period of pain.*

*3. It is often possible to drastically shorten this period of pain and greatly reduce the human and financial losses by “printing money”, using the central bank’s power of currency creation to push interest rates down.*

*4. Sometimes, however, monetary policy loses its effectiveness, especially when rates are close to zero. In that case temporary deficit spending can provide a useful boost. And conversely, fiscal austerity in a depressed economy imposes large economic losses.*”

A quoi faut-il donc s’attendre ?

- A *epsilon* près, à la poursuite de la politique monétaire actuelle…

- A la mise en place prochaine d’un programme d’investissement massif (visant à encadrer et réduire le changement climatique, peut-être ?)…

- A la hausse sensible des anticipations d’inflation et de l’inflation…

Dans un tel contexte, le découplage actuel du marché de l’or est-il justifié (voir XAU, GDX, GDXJ, NEM, GG, ABX, KGC, et autres PAAS…) ?

A chacun de décider !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**ZIRP forever ?...\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **18 Septembre 2015.**

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150917a.htm>

“*Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term.*”

“*The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.*”

*“The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.*”

“*The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.*”

[*http://krugman.blogs.nytimes.com/?\_r=0*](http://krugman.blogs.nytimes.com/?_r=0) *“European Lowflation”, 17/09/2015.*

“*There is good reason to believe that the conventional 2 percent inflation target is too low, even for the United States.*”

“*So how’s it going? Terribly. Despite QE, euro area core inflation is stuck below 1 percent. The euro remains a slow-motion disaster, despite the constant claims that a bit of growth here or there somehow vindicates all the suffering.*”

Ainsi…, PRINT, BABY, PRINT! Même si le réveil sera nécessairement pénible…

IMPRIMER ou TRAVAILLER… un jour ? il faudra bien que l’on choisisse !

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Ne tirons pas sur l’ambulance...\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **30 Septembre 2015.**

L’évènement capital de ces derniers jours n’est pas la poursuite de la politique monétaire américaine… Mais bien la reprise, au plus haut niveau, des contacts militaires entre les Etats-Unis d’Amérique et la Fédération de Russie ! Dans une moindre mesure, c’est l’affermissement du rôle de « banque centrale mondiale » de la *Réserve Fédérale*, qui n’hésite plus à prendre de la distance par rapport à son mandat dual – plein emploi et inflation inférieure à deux pourcent – pour intégrer sa lecture des « *financial and international developments* ».

Le monde occidental est en guerre avec l’islamisme radical depuis bien avant le 11 septembre 2001. Le différend ne porte pas seulement sur le mode d’organisation et de rayonnement d’une société, mais sur l’exploitation de ressources naturelles stratégiques et leur partage, notamment à l’échelle régionale. Sans financements massifs, l’islamisme radical n’existerait pas. Et, à leur échelle actuelle, ceux-ci ne peuvent qu’être le fait d’une volonté politique !

L’occident a incontestablement commis de nombreuses erreurs, notamment d’appréciation géopolitique. Pourtant, et quoi qu’on en dise aujourd’hui, l’isolement et le renversement de Saddam Hussein n’était pas motivé que par des considérations mercantiles. La suite des événements semble d’ailleurs le prouver. Et, le désastre libyen lui-même parait avoir peu profité à ceux qui en suscitèrent l’avènement. La vérité est que les sociétés humaines évoluent à leur propre rythme et que l’accès généralisé à l’information et à la connaissance n’implique pas une évolution synchrone des schémas mentaux, culturels et politiques. J’ai souvent entendu mes amis originaires du Moyen-Orient dire que dans leur région du monde, le choix présent était entre un « régime démocratique islamique » et un « régime autoritaire laïque »… Simplification extrême des choses, sans doute, mais que la dynamique enclenchée par les divers « printemps » ne semble pas invalider.

C’est pourquoi la résolution de la crise syrienne est aujourd’hui absolument prioritaire. La réintégration progressive de la Fédération de Russie dans le concert des nations occidentales est une bonne nouvelle. Tout comme la reprise du dialogue et des échanges avec la République Islamique d’Iran. Après les conflits idéologiques et la guerre, les défis planétaires auxquels la société humaine est confrontée – qui ont, cette fois, trait à sa propre existence –, nous invitent au respect des cultures, à la coopération économique, et à la construction d’un monde meilleur riche de ses diversités.

Ne tirons pas sur l’ambulance ! IMPRIMER ou TRAVAILLER ? Aujourd’hui, et pour quelque temps encore, « imprimer »… Mais, demain, et sans l’ombre d’un doute, « travailler »… Place à l’action internationale et publique concertée, à l’initiative privée, à la créativité entrepreneuriale et à l’épanouissement personnel dans l’activité utile aux autres. Le défi n’est pas de nous interroger sur ce qu’un monde meilleur pourrait nous apporter…, mais bien sur ce que nous devrions, personnellement et très concrètement, lui apporter.

Ainsi donc, l’avenir n’existe… plus ! Il se construit. Et, le comportement responsable des investisseurs individuels et institutionnels devrait y contribuer.

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.

**Stay Hungry. Stay Foolish...\***

*Par Jean-Marie Choffray\*\**  **30 Septembre 2015.**

A mes anciens étudiants, et à celles et ceux qui m’ont fait confiance, « *Bon vent !* » dans votre vie d’investisseurs responsables. Il n’y a, sans doute, pas de travail plus utile, ni de travail plus agréable, que de donner à d’autres les moyens de construire leurs rêves et de les partager dans le respect de la liberté de chacun. Votre tour… est arrivé ☺!



Magritte, L'homme au chapeau melon

« *On a deux vies, et la deuxième commence quand on se rend compte qu’on n’en a qu’une.* » (Confucius, 551 av. J.-C.).

**“*Stay Hungry. Stay Foolish.*”**

(Steve Jobs, <http://news.stanford.edu/news/2005/june15/jobs-061505.html> )

*\* Cette* ***Note de marchés*** *ne peut, ni ne doit, être considérée comme formulant, ou suggérant, le moindre conseil d’achat ou de vente de quelque produit financier que ce soit. Son seul objet est d’émettre un point de vue, et de le partager avec la communauté des investisseurs sceptiques, seuls responsables de leurs décisions.*

\*\* Jean-Marie Choffray est Professeur à l’Université de Liège et *Senior Lecturer* à l’Essec. Titulaire d’un doctorat du MIT, il enseigne *L’art d’investir avec internet* et l’*Entrepreneuriat*.