**Investir : apprendre à attendre**

[Jean-Marie Choffray](https://www.amazon.com/kindle-dbs/entity/author/B00DNUGN64?_encoding=UTF8&node=283155&offset=0&pageSize=12&searchAlias=stripbooks&sort=author-sidecar-rank&page=1&langFilter=default#formatSelectorHeader)

Professeur ordinaire honoraire, ULiège

PhD MIT-77

Liège, le 16 décembre 2021.

**Résumé**

Sur les *marchés financiers*, avoir raison trop tôt, c’est se tromper ! Il ne faut jamais reporter à demain ce qu’on peut reporter après demain ! On ***apprend*** tous, généralement dans la douleur, qu’il vaut mieux *acheter* un peu trop tard, qu’un peu trop tôt ; et *vendre* un peu trop tôt, qu’un peu trop tard. Ce n’est jamais une mauvaise *décision* de gagner de l’argent en corrigeant les errements des marchés. C’est même la seule manière de contribuer à leur fonctionnement, à leur *efficience*. Ne pas être rentable est la preuve irréfutable qu’un investissement n’était pas justifié, et que la décision prise était mauvaise. Plutôt que de chercher à gagner, la *clé* est donc de concevoir des *stratégies* qui permettent de réduire, voire d’éliminer, les *pertes*. ***Apprendre à attendre*** est le chemin du succès. Peut-être aussi, celui de la sagesse. C’est en s’organisant pour ne pas perdre qu’on finit par vaincre. L’*intelligence* et la *patience* l’emportent sur le *hasard* (l’irrationalité) et la *nécessité* (la violence) qui, une fois maîtrisés, deviennent des alliés. Quant au reste : « Seul le silence est grand, tout le reste est faiblesse » (Alfred de Vigny).

*«* *Overall, I would have been better off if I had regularly*

*snuck off to the movies during market hours. »*

Warren Buffett

*« Buying value and breakdowns, and selling irrational prices and breakouts*

*is how I am handling the markets these days, and, frankly, will forever. »*

Doug Kass

**Investir : apprendre à attendre**

D’emblée, deux définitions pour éviter toute confusion. J’appelle ***marchés***la *technologie* exceptionnelle, aujourd’hui digitale, permettant : (1) d’estimer la *valeur économique* (utilité) de l’*activité* (travail) des hommes (entreprises) et des Etats (politiques) ; (2) d’organiser le *transfert* de propriété des *actifs* – actions, obligations, et dérivés du risque – qui matérialisent ces valeurs ; et (3) de fournir à chacun l’*opportunité de partager* les fruits de ces activités humaines. J’appelle ***investir*** le fait de détenir certains de ces *actifs* pendant une période de temps, afin de profiter de leur appréciation. Selon [Milton Friedman](https://www.amazon.com/Capitalism-Freedom-Anniversary-Milton-Friedman/dp/0226264211), les marchés constituent le *socle* de nos libertés et le *rempart* le plus efficace contre toutes les formes d’autoritarisme. L’histoire lui donne raison ! Sans eux : « The typical state of mankind is tyranny, servitude, and misery. » Leur  fonctionnement fait appel à un ensemble d’*intervenants* qui en gèrent l’accès (*brokers*), en assurent le fonctionnement (*market makers*), en garantissent la fluidité (*liquidity providers*) et en contrôlent l’intégrité (*Securities and Exchange Commission*). Aujourd’hui, la capitalisation boursière mondiale est de l’ordre de $109T (Trillion : millier de milliards). Le nombre de sociétés cotées est proche de cinquante mille. Au cours du premier semestre 2021, le nombre de transactions dépasse vingt milliards et porte sur plus de $75T ([World Federation of Exchanges](https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/H1%202021%20Market%20Highlights%20Final%20.pdf)). Cette réalité naissante, manifestation de la *liberté*, ne peut être ignorée…

Quel que soit le domaine considéré, j’ai appris à me méfier des connaissances et des compétences des hommes. Des miennes, comme des vôtres ! « I don’t trust anybody » (Joe Biden) ! A l’analyse, les *théories* ne sont que des ensembles d’*hypothèses*, plus ou moins adroitement agencées. Du fait même qu’elles existent, elles sont nécessairement incomplètes, incertaines et imposées. Leurs plus grands défenseurs ne sont généralement pas leurs concepteurs. Ces derniers, connaissant leurs limites, sont prudents. Ils savent que le défi est d’***apprendre***, de concevoir, de vérifier, et non de savoir. Ainsi, la *science* ne repose pas seulement sur des *faits* empiriquement établis – avec une probabilité faible de se tromper –, mais également sur un *acte de foi* : « la foi en la validité des processus logiques de l’esprit, la foi en la possibilité d’explication dernière du monde, la foi en ce que les lois de la pensée sont les lois des choses » (Aldous Huxley, [La fin et les moyens](https://www.babelio.com/livres/Huxley-La-fin-et-les-moyens/212979)). Ceux qui croient savoir ne savent pas qu’ils croient. Ce qui provoque des *décisions* inutiles, irrationnelles, préjudiciables. Les exemples n’ont pas manqué au cours des derniers mois.

Investir est une leçon d’humilité. C’est ***apprendre à attendre*** intelligemment. Si l’on exclut ceux qui « jouent » avec l’*épargne* – le *capital*, le *travail*, accumulé – des autres, en prenant des risques (levier d’endettement) qu’ils ne prendraient pas à titre personnel, les seuls qui réussissent sont ceux dont on n’entend pas parler et qui consacrent leur temps à étudier, à conceptualiser, à modéliser et à anticiper les comportements des premiers. « Les grands investisseurs ne sont pas de grands travailleurs » (Jim Rogers, [A Gift to My Children](https://www.amazon.fr/Gift-My-Children-Fathers-Investing-ebook/dp/B001NLL92I/ref=sr_1_1?adgrpid=572267472&hvadid=79852034455790&hvbmt=bp&hvdev=c&hvlocphy=609&hvnetw=o&hvqmt=p&hvtargid=kwd-16005258711%3Aloc-14&keywords=a+gift+to+my+children&qid=1639139042&sr=8-1)). Investir intelligemment demande beaucoup de travail et d’abnégation. Il faut comprendre la *mécanique* des entreprises (leurs *fondamentaux* : comptes de résultat, bilans, tableaux de financement, etc.). Mais aussi la *psychologie* des acteurs : politiques, décideurs, évaluateurs et financeurs (clients, fournisseurs, banquiers, institutions publiques, etc.) qui en conditionnent la profitabilité et le développement. Les *stratégies* déployées (ventes à découvert, achats sur marge, rachats d’actifs (actions et/ou obligations), opérations de recentrage ou de croissance externe, etc.), qu’elles soient déclarées ou cachées, sont de la plus haute importance. À elles seules, elles expliquent une bonne partie du *risque spécifique* – non réductible –, propre à chaque investissement. Sur les marchés, tout le monde ment. Tout le temps. La *vérité* n’est jamais connue. En plus de financer le développement des entreprises et de compléter la rémunération de leurs dirigeants, j’ai observé que les marchés permettaient aussi de subtiliser l’épargne en donnant à ceux qui en font les frais, le sentiment d’avoir agi en bons pères de famille ! « The stock market is the place where money passes from hand to hand, until it disappears… »

Parmi tous les financiers, investisseurs et banquiers dont j’ai suivi les aventures, Henry Clews ([Fifty Years in Wall Street](https://www.amazon.com/Fifty-Years-Street-Investment-Classics-ebook/dp/B000YIW60A/ref=sr_1_1?keywords=clews+fifty+years+in+wall+street&qid=1639142398&s=books&sr=1-1)) est celui qui, il y a plus de cent trente ans, a le mieux exposé ce que j’ai appris : « Peu d’individus acquièrent une expérience suffisante à Wall Street avant d’atteindre cette étape de la vie où ils ont déjà un pied dans la tombe. Lorsque ce moment arrive, ces vétérans passent généralement de longs intervalles de repos dans leurs confortables maisons. Et, lorsqu’arrive un mouvement de panique, situation qui se produit plusieurs fois par an, ils courent chez leurs courtiers à Wall Street, boitillant avec leurs cannes. Ils achètent alors les actions des meilleures sociétés dans la limite de leurs moyens financiers ; moyens qu’ils ont accumulés précisément en vue de cette opportunité. Généralement, la panique se répand jusqu'à ce qu’un nombre suffisant d’achats au comptant soient réalisés, entraînant une réaction en chaîne à la hausse. Lorsque la panique s’estompe enfin, ces vieux messieurs, qui ont patiemment attendu l'inévitable, réalisent rapidement leurs gains ; les déposent auprès de leurs banques ; achètent à long terme divers biens immobiliers ; se retirent jusqu’à la saison prochaine dans la quiétude de leurs belles maisons où ils se consacrent au bonheur de leurs familles. »

L’[histoire financière](https://www.amazon.com/History-Financial-Euphoria-Penguin-Business/dp/0140238565) se répète avec une régularité surprenante. Les phases d’euphorie et de panique se suivent et se ressemblent. Les comportements et les mouvements irrationnels ont naturellement une fin. Le tout est de patienter et de ne jamais utiliser un *levier d’endettement* qui, en cas de *correction* imprévisible, réduirait à néant les actifs sur lesquels il repose (appel de marge). Elle enseigne que les désastres sont toujours le fruit : (1) d’une diversification insuffisante, (2) d’actifs dont les fondamentaux sont imaginaires, et (3) d’un endettement excessif. La compétence dans ce domaine est une ressource rare dont notre monde a éminemment besoin. L’impatience – l’appât du gain – est toujours trop grande. L’irrationalité (la [folie humaine](https://www.amazon.com/%C3%89loge-Folie-Erasme-French-ebook/dp/B00EO8TNKM/ref=sr_1_2?keywords=erasme+eloge+de+la+folie&qid=1639239756&sr=8-2)) est insondable. L’aversion au risque, particulièrement avec le capital des autres (État, banques, générations futures), est insignifiante. Enfin, l’orgueil de savoir, d’avoir raison, de maîtriser les choses, est enivrant.

La tragédie suit la farce ! Toujours. Ceux qui ne connaissent pas l’histoire sont condamnés à la revivre. Évoquant la capitalisation boursière (valorisation) de sa société – *Sun Microsystems* –, au cours de la bulle Internet des années 2000, Scott McNealy (CEO) s’exprima en ces termes : « Avec une valorisation de dix fois nos revenus, pour assurer un retour sur investissement, je devrais verser cent pour cent du chiffre d’affaires en dividendes pendant dix ans. Cela suppose que j’obtienne l’accord de mes actionnaires. Cela suppose que j'aie un coût de fabrication nul, ce qui est impossible pour une entreprise informatique. Cela suppose des charges nulles, ce qui est difficile avec 39 000 employés. Cela suppose que je ne paie pas d'impôts, ce qui est improbable. Cela suppose que vous ne payiez pas de taxes sur vos dividendes, ce qui est illégal. Et cela suppose qu'avec zéro R&D pour les dix prochaines années, je puisse maintenir le niveau d’activité. Sachant ces choses, qui accepterait d’acheter nos actions à $64 ? Vous rendez-vous compte à quel point ces hypothèses sont ridicules ? Pas besoin d’autres informations. Pas besoin de précisions. Qu’espériez-vous réellement ? » Dans ce cas, le *test de réalité* fut douloureux : *Oracle Corporation* absorba *Sun Microsystems*...

Au moment où j’écris ces lignes, les ratios Capitalisation/Chiffre d’Affaires (P/S) et Capitalisation/Résultat (P/E) de quelques sociétés qui n’ont pas trop souffert au cours des deux dernières années, sont les suivants : FB (P/S = 8 ; P/E = 24), AAPL (P/S = 8 ; P/E = 31), AMZN (P/S = 4 ; P/E = 68), NFLX (P/S = 10 ; P/E = 55), MSFT (P/S = 14 ; P/E = 37) et GOOG (P/S = 8 ; P/E = 29). De telles valorisations sont-elles justifiées dans l’environnement mondial actuel (politique, économique, monétaire et sanitaire) ? A vous de décider. Mais, il y a plus grave ! Certaines de ces sociétés ont aujourd’hui une capitalisation – mesure indirecte de l’ensemble des moyens dont elles disposent ou pourraient disposer – supérieure au budget de l’État de six membres du G7. Leurs Conseils d’Administration ont donc plus de pouvoir financier que les gouvernements de ces pays. Quelle sera l’indépendance stratégique future de ces derniers ? N’assistons-nous pas à des *Coups d’État virtuels* dont les conséquences à terme sont impossibles à anticiper ? Le moment n’est-il pas venu pour ces pays de réapprécier leur niveau de dépendance technologique et financière à l’égard de certaines de ces entreprises, qui disposent, peut-être sans l’avoir souhaité, de quasi-monopoles et de moyens gigantesques d’influence des décisions, des politiques et de leurs conséquences ?

Comme le rappelait Oscar Wilde, « le problème n’est pas d’avoir des dettes, mais de ne plus pouvoir en contracter de nouvelles. » Lorsque la confiance disparaît, le crédit s’effondre. Quand je dois cinq mille euros à mon banquier, c’est mon problème. Quand je lui dois cinq milliards, c’est le sien ! L’histoire enseigne que les débiteurs aiment le rester. C’est pourquoi les entreprises bien gérées ne remboursent jamais leurs dettes. Elles se refinancent. De surcroît, l’inflation en atténue la peine. [La politique monétaire](https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL) mise en place depuis la *Grande Récession de 2008* à eu le double mérite d’assurer un financement pléthorique de l’activité économique et une réduction de son coût (ZIRP : *Zero Interest Rate Policy*). Elle a permis à de nombreuses entreprises non rentables (*Zombies*) de survivre, reportant à plus tard le coût de leur restructuration. Le réveil n’en sera que plus douloureux. Il se traduira par un tassement de la production, une hausse des taux d’intérêt et des exigences nouvelles en termes de productivité et de profitabilité. Un tel « alignement des planètes » conduira à une *correction* des marchés dont l’ampleur finale sera fonction des politiques mises en place pour redéployer la production vers des secteurs en croissance. En l’absence de guerres majeures, [aujourd’hui peu probables](https://geneva.usmission.gov/2021/06/17/u-s-russia-presidential-joint-statement-on-strategic-stability/), l’innovation technologique (rotation sectorielle) et la réduction de la pauvreté (par l’acquisition de compétences réelles), devraient constituer des voies prometteuses.

Il y a essentiellement deux approches en matière d’investissement. La première consiste à se concentrer sur la *composante commune* du risque, en détenant à long terme des actifs diversifiés (ETFs : [Exchange Traded Funds](https://etfdb.com/) ?). Le « pari » porte sur la *continuité* de l’histoire et la *croissance naturelle* des activités humaines. « Watch the grass grow and the paint dry » (Paul Samuelson). Le rendement brut est de l’ordre de 8-10%, avec des à-coups annuels significatifs. La seconde approche cherche à exploiter la *composante spécifique* du risque, en focalisant l’attention sur des situations asymétriques, des écarts entre les valorisations et les fondamentaux. Par exemple, toutes choses étant égales par ailleurs, un ratio de Capitalisation du Résultat (PER : Price to Earnings Ratio) significativement inférieur à la Croissance de la Rentabilité (ou, au ROE : Return On Equity) peut fournir un indice intéressant. En choisissant la première approche, l’investisseur ***attend*** que le marché procède méticuleusement à son travail d’évaluation de la *valeur* des économies, des secteurs et des politiques (*efficience* à terme). En optant pour la seconde, il identifie des *singularités* à court terme (*inefficience* temporaire) que suggère, par exemple, la différence entre le prix *marginal* et le prix *moyen* d’un actif. Il s’***attend*** alors à une réversion rapide, correspondant à la prise de conscience d’une situation atypique occasionnée par le *mimétisme* des vendeurs à découvert, des acheteurs sur marge ou des détenteurs d’informations privilégiées. En règle générale, le *hasard* et la *nécessité* sont des *forces* moins puissantes que les *intentions* cachées. L’argent ne se perd jamais. Il se trompe de poche !

Ainsi, la première stratégie consiste à être investi en permanence, en utilisant éventuellement un *endettement* raisonnable pour accroître la performance *relative*. ***Attendre*** en cherchant à comprendre les enjeux politiques, économiques, technologiques et sociétaux ; gérer son endettement ; protéger son portefeuille par le biais d’ETFs inverses (éventuellement à effet de levier), constituent les défis majeurs. La seconde stratégie, au contraire, consiste à ne jamais investir – *Cash is king !* – si ce n’est à très court terme, lorsque les marchés offrent des opportunités concrètes de correction de leurs erreurs. Déceler les bouffées hystériques, les sursauts d’irrationalité et la corruption des intervenants, en forme la trame. ***Attendre*** l’évènement déclencheur ; agir prestement ; réaliser ses gains, sont les clés du succès. Selon Henry Clews de tels *excès* se produisent avec la régularité des saisons. Il faut une attention continue, une volonté d’acier et une discipline d’enfer ! « Investing is not for the faint of heart. » La « règle du jeu » est d’être rémunéré pour corriger les *erreurs* des marchés, quelles qu’en soient la nature et les conséquences. Ceux qui n’acceptent pas cet état des choses n’ont qu’à montrer l’exemple en finançant des projets, des entreprises et des dirigeants qui ne le méritent pas. Ils seront généralement débarrassés de leur épargne (leur capital) en un temps record…

Aujourd’hui, ma stratégie s’inspire plutôt de la seconde approche. Elle consiste à : **attendre** en constituant un *stock de valeurs* intéressantes (fondamentaux, croissance, crédibilité) ; **attendre** qu’elles subissent une *correction* significative pour quelque raison que ce soit ([Most Active](https://www.nasdaq.com/market-activity/most-active), [Top Losers](https://finviz.com/screener.ashx?v=340&s=ta_toplosers)) ; **attendre** que le cours et le volume se stabilisent (*minimum* stable : [Oversold Sign, MACD](https://www.marketwatch.com/story/these-stock-trading-signs-can-tell-you-when-the-market-is-overbought-or-oversold-11632252508)) pour *acheter* avec un objectif précis de valorisation ; **attendre** que le marché corrige son erreur d’appréciation par rapport aux multiples de capitalisation moyens (*Price to Sales*, *Price to Earnings*, *Price to Ebitda*) ; **attendre** que l’objectif soit atteint, ou que le marché dénonce une erreur de jugement, pour *vendre* ; enfin, **attendre** la publication des résultats trimestriels, des attentes des analystes et des perspectives d’avenir, pour mettre à jour le *stock de valeurs*et s’organiser en vue du prochain trimestre. « Wash, lather, rinse, and repeat !» *Investir* pourrait bien être l’activité la plus répétitive et la plus ennuyeuse, à l’exclusion de toutes les autres !

Tous les investisseurs le savent, mais aucun n’ose l’avouer : *investir* consiste aussi à voler les autres, avant qu’ils ne vous volent :-) ! Les *clés du succès* ne sont pas fondamentalement affectées par les développements technologiques les plus récents. [L’art d’investir](https://orbi.uliege.be/handle/2268/92033) paraît peu sensible au temps qui passe, aux vicissitudes de la psychologie, et à l’irrationalité des foules. Les hommes restent « menteurs, tricheurs, voleurs », comme le rappelle l’ex-directeur de la CIA et ex-Secrétaire d’Etat, Mike Pompeo. L’accélération de l’histoire, et la montée en puissance des moyens d’information et de décision, permettent au plus grand nombre de mettre les marchés au service de leurs objectifs et, pourquoi pas, au service du *bien commun*. Mais…, seulement s’ils en ont l’intelligence, la volonté et le courage. Dans ce domaine, plus que dans tout autre, les recettes et les conseils – y compris les miens ! –, n’ont que peu d’intérêt. Il est essentiel de conserver une attitude critique, totalement dépassionnée, par rapport aux informations et aux faits dont on dispose. [La seule méthode d’investissement](https://www.amazon.com/gp/product/B084HGY3B3/ref=dbs_a_def_rwt_hsch_vapi_tkin_p1_i2) qui vaille est celle qu’on met soi-même patiemment au point sur la base des erreurs passées. Et la seule mesure de la performance qui compte est celle de la croissance des actifs sous gestion ! Enormément de travail donc, un peu de créativité et une volonté inébranlable de survivre, quoi qu’il arrive. Comme toujours dans la vie, le reste n’est qu’illusion et chair à média !

\* \* \*

Sur les *marchés financiers*, avoir raison trop tôt, c’est se tromper ! Il ne faut jamais reporter à demain ce qu’on peut reporter après demain ! On ***apprend*** tous, généralement dans la douleur, qu’il vaut mieux *acheter* un peu trop tard, qu’un peu trop tôt ; et *vendre* un peu trop tôt, qu’un peu trop tard. Ce n’est jamais une mauvaise *décision* de gagner de l’argent en corrigeant les errements des marchés. C’est même la seule manière de contribuer à leur fonctionnement, à leur *efficience*. Ne pas être rentable est la preuve irréfutable qu’un investissement n’était pas justifié, et que la décision prise était mauvaise. Plutôt que de chercher à gagner, la *clé* est donc de concevoir des *stratégies* qui permettent de réduire, voire d’éliminer, les *pertes*. ***Apprendre à attendre*** est le chemin du succès. Peut-être aussi, celui de la sagesse. C’est en s’organisant pour ne pas perdre qu’on finit par vaincre. L’*intelligence* et la *patience* l’emportent sur le *hasard* (l’irrationalité) et la *nécessité* (la violence) qui, une fois maîtrisés, deviennent des alliés. Quant au reste : « Seul le silence est grand, tout le reste est faiblesse » (Alfred de Vigny).