



MONOCLE

WE LOOK CLOSER

le 05 novembre 2019

Chers Investisseurs,

Au 30 Septembre, Monocle (part A) est à +6.69% sur 2019 et à +4.25% en annualisé sur 5 ans.

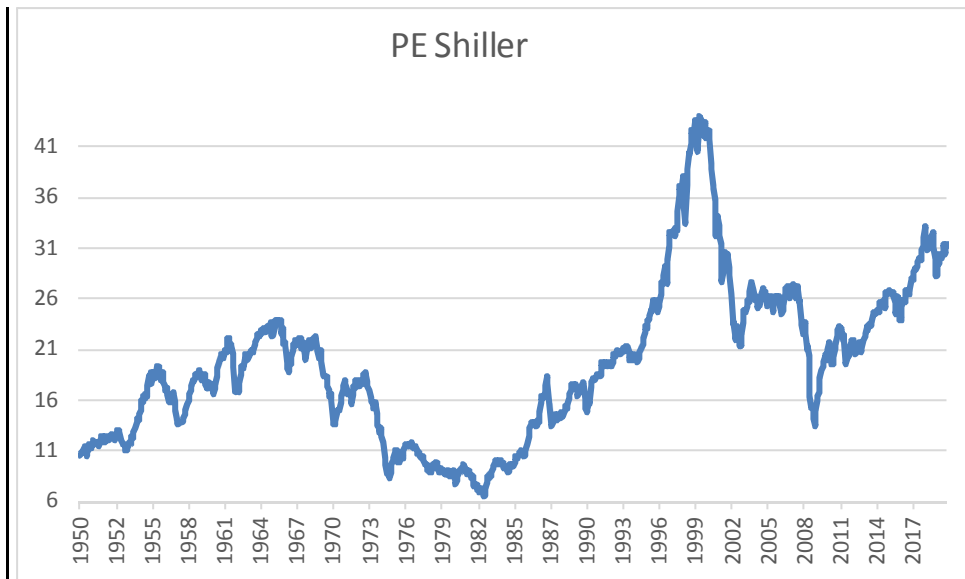
La répartition de performance sur le trimestre est la suivante :

Catégorie	Contribution
Obligations	+0.4%
Actions	+0.1%
Protections	-0.1%
Devises	+0.4%
<u>Frais</u>	<u>-0.3%</u>
Total	+0.5%

Au niveau des marchés, à début novembre :

- Les indices actions sont légèrement en hausse sur trois mois : +2.5% pour le SP500, +4.0% pour le CAC40.
- Les taux longs (10 ans) sont inchangés : US 1.6%, FR -0.1%.
- L'or est en hausse (\$1509, +6%).
- Le pétrole est inchangé (\$56 le baril).

Par contre, les résultats du 3^{ème} trimestre sont sortis (résultats opérationnels) et ils sont en baisse (-4% pour les actions US) par rapport à l'année dernière. C'est le troisième trimestre consécutif de baisse. On notera entre autres Amazon en baisse de 15% sur un an et Apple en baisse de 3% sur un an. La première se paye 80 fois les résultats, la seconde 22 (contre 17 fois il y a un an et 14 fois il y a 3 ans) : c'est cher.



Le graphique ci-dessus montre le PE de Shiller pour l'indice SP500 depuis 1950. Il est calculé en divisant la capitalisation boursière par la somme des résultats sur dix ans, afin de comparer, à un instant T, la valorisation à l'historique de résultats sur un cycle économique complet. On voit que, excepté la bulle de 2000, nous sommes à un plus haut historique : l'indice est supérieur à 30 depuis deux ans, soit 50% au-dessus de sa moyenne sur la période.

Ce niveau de prix est pour nous globalement rédhibitoire car en tant qu'investisseur minoritaire et passif, notre principale protection c'est le prix que nous payons. Si on accepte de payer trop cher, si tout se passe bien, on diminue mathématiquement les rendements futurs ; si ça se passe mal, on augmente sensiblement le risque de perte en capital. Depuis deux ans, hormis certains moments de tension comme fin 2018, nous ne trouvons pas d'actions de qualité correcte à des prix raisonnables.

Et malheureusement, l'observation est la même sur les autres classes d'actifs : la mise en place de taux négatifs par les banques centrales a forcé les investisseurs à acheter des actifs plus risqués pour obtenir du rendement, faisant monter les prix partout.

Ray Dalio, le président de Bridgewater, premier hedge fund mondial, l'écrivait hier dans un article pessimiste :

« Les prix des actifs financiers ont fortement augmenté et les rendements futurs attendus ont fortement baissé alors que la croissance économique et l'inflation restent léthargiques. Ces fortes hausses de prix et les faibles rendements attendus qui en résultent ne sont pas seulement vrais pour les obligations ; ils le sont pour toutes les autres classes d'actifs, bien que les faibles rendements attendus de ces actifs ne soient pas aussi visibles que ceux des obligations car ils ne sont pas « affichés » comme pour les obligations. En conséquence, leur rendement attendu est laissé à l'imagination des investisseurs. Parce que les investisseurs ont tellement

d'argent à investir et à cause des réussites passées des actions d'entreprises technologiques révolutionnaires qui se portent si bien, il n'y a jamais eu autant d'entreprises, excepté pendant la bulle Internet, qui n'ont pas besoin de faire des profits ou même de montrer comment elles feront des profits à l'avenir pour vendre leurs actions ».

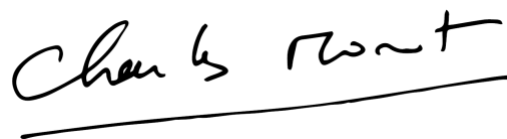
Pour préciser, sur 2018, 16% des introductions en bourse US étaient profitables. Les deux seules années où ce chiffre est plus bas sont 1999 et 2000 avec 14%. Même en 1998, 36% étaient profitables. Et ce chiffre s'est dégradé récemment : on était encore à 29% en 2016 (source : Ritter).

En conséquence, nous nous retrouvons avec des acteurs qui détiennent des actifs plus risqués que par le passé à des prix plus élevés. Déjà, mathématiquement, on diminue les rendements futurs en payant plus cher aujourd'hui. Mais surtout, que se passera-t-il en cas de récession ? En 2007, Chuck Prince, le patron de Citigroup, avait déclaré : « Lorsque la musique s'arrêtera, ce sera compliqué, mais tant que la musique continue il faut danser. Là, maintenant, nous sommes toujours en train de danser ». Deux ans plus tard, l'action Citigroup avait perdu 90% de sa valeur et elle n'est jamais remontée.

Pour notre part, nous préférons attendre des jours meilleurs. Nous ne savons pas combien de temps cela durera mais je pense que nous sommes désormais plus proches de la fin. Wework est la première des stars à avoir craqué en octobre, avec l'annulation de l'introduction en bourse qui était prévue sur une valeur de \$80 Mds et refinancement sur une valeur de \$8 Mds un mois plus tard, soit une baisse de -90%. Je pense que d'autres suivront.

En mars 2000, le Wall Street Journal titrait « Le Nasdaq s'envole et touche un nouveau record ». C'était le moment de vendre, pas d'acheter. Le titre du journal aujourd'hui : « Les indices américains au plus haut ».

En vous remerciant de votre confiance et bien à vous,



Charles Mont

Revue des opérations

1) Barrick Gold (ligne fermée, contribution du trimestre : +0.1%)

Nous avons clôturé fin juillet notre ligne de Barrick, cédant les dernières à +55% au dessus de notre prix d'entrée un an plus tôt. Entre temps l'or a certes pris 20% mais les performances opérationnelles de Barrick se sont dégradées et la fusion avec Rangold a complexifié la lecture.

2) Brembo (ligne fermée, contribution du trimestre : +0.3%)

Brembo est une société italienne, leader mondial du freinage. L'action avait baissé à un niveau d'achat intéressant mi-août où nous sommes rentrés. Elle a rebondi rapidement avec le reste du secteur auto, reprenant 15%, sans élément fondamental. Le marché auto a été tiré par la Chine ces dernières années mais cette croissance est désormais derrière nous (2019 : -12% en volume). Nous avons donc préféré être prudents et prendre nos profits.

3) Gam (ligne fermée, contribution du trimestre : -0.3%)

Nous avons clôturé le solde de notre ligne GAM début juillet. Si la baisse que nous attendons sur les marchés actions se concrétise, il sera plus opportun de revenir sur ce dossier après coup.

4) Gamestop (ligne fermée, contribution du trimestre : +0.1%)

L'action Gamestop a atteint un plus bas de \$3.20 le 15 août. A ce niveau, nous avons renforcé la ligne, estimant que la baisse de 60% depuis l'annonce de la suppression du dividende était exagérée. L'action a repris 40% dans le mois qui a suivi, nous permettant de clôturer la ligne à un niveau plus raisonnable.

5) Obligation DIA 1.5% Juillet 2019 (ligne fermée, contribution du trimestre : +0.1%)

Nos obligations DIA ont été remboursées à l'échéance le 22 juillet au nominal de 100. Nous étions rentrés sur le dossier à 70 en décembre. L'impact sur le trimestre est faible car l'obligation était déjà valorisée 98 au début du trimestre.

6) Obligation Tesla 5.3% Août 2025 (ligne fermée, contribution du trimestre : +0.1%)

Notre vision long terme sur cette obligation n'a pas changé : nous pensons que le risque est faible. Mais comme expliqué plus haut, nous pensons que la chute de Wework risque d'amener de la tension sur le marché du crédit pour les entreprises fortement consommatrices de cash, comme Tesla. Nous avons donc préféré prendre nos profits (\$600,000 en 4 mois) pour le moment, pour pouvoir retourner sur le dossier si le prix redevient attractif.

<u>Dépositaire</u>	Crédit Suisse
<u>Auditeur</u>	Fonds : Grant Thornton
<u>Part A</u> - part standard	Code ISIN : LU1116040533
Frais fixes de gestion maximum	0.95% TTC de l'actif net
<u>Part B</u> - part retail	LU1500599094
Frais fixes de gestion maximum	1.50% TTC de l'actif net
Commission de surperformance pour les parts A & B	10% au-delà de l'inflation européenne + 1%
Investissement initial minimum parts A	€ 100 000
parts B	€ 1 000
Investissement subséquent minimum parts A	€ 10 000
parts B	€ 1 000
Valeur liquidative	Hebdomadaire, chaque Vendredi ("Jour d'Evaluation") ou le Jour ouvrable précédent si ce vendredi n'est pas un jour ouvrable à Luxembourg

* depuis le 21 juillet 2015

Pour souscrire, vous devez adresser vos ordres de souscription à votre banque qui les fera suivre au centralisateur Crédit Suisse Luxembourg chaque **Vendredi** avant 12h ou le Jour ouvrable précédent si ce vendredi n'est pas un jour ouvrable à Luxembourg. Les ordres de rachats sont centralisés chaque **Jeudi avant 12h** ou le Jour ouvrable précédent si ce jour n'est pas un jour ouvrable à Luxembourg. Le règlement sera effectué dans les trois jours ouvrables suivant le Jour d'Evaluation ou le Jour ouvrable précédent si ce jour n'est pas un jour ouvrable. La société de gestion ne prélève aucuns frais d'entrée ni de rachat. Merci de bien vérifier auprès de votre intermédiaire financier que ce dernier n'applique pas de frais sur les souscriptions/rachats.