



## GESTION DE PORTEFEUILLE: LES ACTIONS

(OU LE TEMPLE DES REGRETS)

# LE MARCHE DES ACTIONS

## 1) Evaluation actuarielle des actions (1 à 13)

- I/ Le modèle de Gordon-Shapiro (1956)
- II/ Le modèle de Bates (1962)

## 2) Growth ou Value : l'éternel clivage (14 à 24)

- I/ Croissance ou Rendement, les différents critères de sélection
- II/ Application des critères et instabilité du classement des titres
- III/ « Value » premium : mythe ou réalité

## 3) Risque, rentabilité, diversification (25 à 37)

- I/ La rentabilité
- II/ Le risque / volatilité
- III/ La diversification
- IV/ La généralisation à n actifs

## 4) Modèle de marché/Medaf (38 à 44)

- I/ Introduction
- II/ Risque de marché & risque spécifique :
- III/ Le modèle de marché et la diversification



# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

## Modèle de Gordon Shapiro / 1 956

Le prix d'une action est égal à la somme de ses dividendes futurs actualisés. La formule de Gordon Shapiro, fait l'hypothèse d'une croissance régulière constante des dividendes au taux (g).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad \text{Avec :} \quad D_t = D_1 (1+g)^{t-1}$$

Cette expression vous donne le **sentiment de déjà vu \*** ! Le prix d'un actif ( $P_0$ ) est la somme de ses flux futurs actualisés, sauf que là les Flux sont des dividendes et donc incertains par définition (sinon il n'y aurait pas de volatilité sur les marchés...)

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

Nous voici donc en présence d'un prix dépendant de 2 variables : le taux d'actualisation ( $k$ ) et l'estimation des dividendes futurs (et/ou) de son rythme de progression ( $g$ ).

→ Economiquement:

- i)  $k$  représente la courbe des taux et la prime de risque des actions,
- ii)  $g$  représente les anticipations de croissance des résultats.

- *dans n'importe quelle formation standard sur les Obligations...  $P_0 = \frac{F_1}{(1+r)^1} + \dots + \frac{F_n}{(1+r)^n} + \dots$*

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

## Modèle de Gordon Shapiro / 1 956

FRANKLIN TEMPLETON ACADEMY

Search content in the platform

< Back My Dashboard > My Courses and Learning Plans > Introduction aux obligations

This site is intended for Financial Advisor / Broker Dealer / Distributor use only.

### PRINCIPALES CONCLUSIONS

- Le risque de taux d'intérêt est le risque que les taux d'intérêt augmentent, entraînant une baisse du prix de l'obligation d'un investisseur
- Les prix des obligations et les taux d'intérêt se meuvent généralement dans des directions opposées
- En règle générale, plus la durée d'une obligation est longue, plus cette obligation est susceptible d'être sensible aux taux d'intérêt
- Les émetteurs dont le crédit est bon présentent un risque de crédit plus faible et vice versa
- Standard & Poor's et Moody's attribuent une note de crédit à de nombreuses obligations (mais pas à toutes) et le fait de ne pas être noté n'est pas nécessairement une indication négative

RETOUR

SUIVANT

Cette page là... que vous avez tous lue (ou relue) pour le cours OBLIGATAIRE et qui nous rappelle que lorsque les taux montent, le prix des obligations baissent et inversement ! *ie* : le prix d'un actif est la somme de ses flux actualisés.

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

Le modèle de Gordon-Shapiro (GS) applique l'analyse des titres financiers à revenus certains dans un univers incertain. Un premier reproche concerne l'évolution dans le temps des bénéfices: Gordon-Shapiro n'est absolument pas capable de prendre en compte les variations des bénéfices donc des dividendes (ce qui est source de volatilité des marchés actions – notions de « **Earning Forecasts / Earnings revisions** »).

Que peut-on dire également d'une entreprise qui ne distribue aucun dividende ? Le prix de l'action serait ici nul, or il est évident que ceci n'est pas vérifié empiriquement (**Cf Chapitre 2 sur les valeurs de Croissance**)

Lorsque le taux de rendement s'égalise au taux de croissance, le prix de l'action tend vers l'infini, est-ce viable ?

De même si  $k < g$ ,  $p$  sera négatif, c'est le cas des startups, et ceci est impossible...

Le modèle a cependant pour lui l'avantage de la simplicité et sa déclinaison suivante (BATES), il est donc largement répandu dans les milieux financiers (ainsi que sa déclinaison en FCF). Néanmoins, il repose sur des hypothèses figées et restrictives et devra être faiblement pondéré dans l'exploitation de ses résultats. Il nous permettra de mettre en lumière des différences dans la valorisation des indices et / ou de vérifier les anticipations de croissance implicite dans l'exemple suivant issu du marché US de septembre 2011 :




# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

En Sept.- 2 011 – S&P = 1 165 points - Taux de dividende = 2,22% – Taux 10 ans = 2,22% - Calculez la croissance implicite par le modèle de Gordon Shapiro :

$P_0 = D_1 / (k - g) \rightarrow g = k - (D_1 / P_0)$  = la croissance devient le taux d'actualisation - le taux de dividende.

GRAB Index DES

 **INDEX DESCRIPTION PAGE** Page 1/ 15  
**SPX – S&P 500 INDEX** BBGID: BBG000H4FSMO

Standard and Poor's 500 Index is a capitalization-weighted index of 500 stocks. The index is designed to measure performance of the S&P 500 through changes in the aggregate market value of the major industries. The index was developed with a base of 1941-43 base period. See SPY US Equity for the tradeable equivalent.

SUR BLOOMBERG : DES

1)GIP	Prices	Value	% Chg	Net Chg	5)GRPS	154 Industry Groups
	Year_to_Date	1257.64	-7.369	-92.67	6)MEMB	500 Members ↑467 ↓32 →1
2)TRA	52 Weeks Ago	1158.06	+ .597	+6.91	7)MOV	Today's Movers by Index Pts
3)GPO	52 Week High	1370.58	on 05/02/11		8)	EXPRESS SCRIPT
	52 Week Low	1074.77	on 10/04/11			9) WYNN RESORTS LTD
Trading Hours		15:30-22:15		Local	10)	REGIONS FINANCIA
4)FA	Fundamental Information					
	Price/Earnings	12.74	Ex-Dvd	-.0303	11)	CONSTELLATION-A
	Dividend Yield	2.22	on 10/07/11		12)	ALPHA NATURAL RE
Index Information						
	Currency	USD				
	Volume	851,345,152	on 10/06/11		13)	YAHOO! INC
					14)	TJX COS INC
					15)	CERNER CORP
10)CN	News on Today's Movers					
17)FVD	Futures Available					
18)OMON	Options Available					

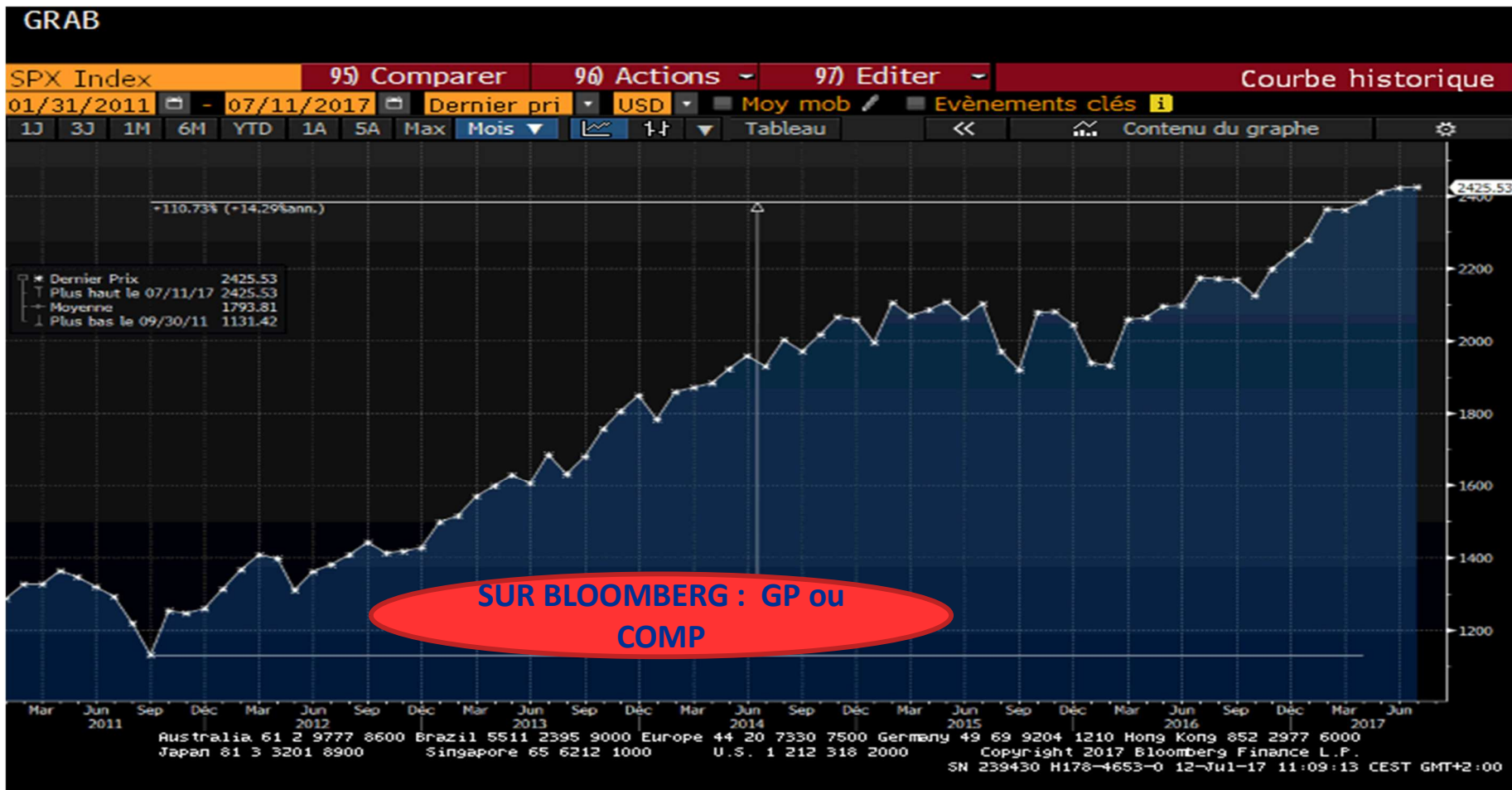
**Composite Volume 3.846 BLN {SPXVOLC Index}**

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.  
 SN 239430 H441-1736-1 07-Oct-11 11:42:09 CEST GMT+2:00

→ réponse : (g = 2,22% - 2,22 = 0,0% ).

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

En sept 2011, les opérateurs pensaient que la croissance (g implicite) US serait de 0% sur les n années futures, ce niveau de croissance implicite, rarement atteint traduit un pessimisme fort. Les marchés naviguant entre excès ou craintes, ici par ce simple calcul, nous pouvions mesurer l'excès de pessimisme... entre temps le marché a progressé de 110%...



→ Longue expérience aidant... quand les opérateurs sont en pessimisme excessif et que la valorisation des actifs est faible ceci incite à l'achat.

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

Actuellement = **Nov 2 023** = Le SP 500 à 4 350 points :  
 combien vaut g ? Avec des taux 10 ans à 4,50% et un taux de dividende de 1,58%.



→  $g = k - (D1/P0) = 4,50\% - 1,58\% = 2,92\% \dots$  Le marché n'a pas capitulé et mise bien sur un atterrissage en douceur de l'économie (*ie* : capituler.. g vaut 0%).



# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

## Modèle de Bâtes / 1 962

Principe: Il s'agit d'une extension des travaux précédents qui développe une évaluation du cours de l'action à partir du **PER\*** (**P**rice **E**arning **R**atio).

Le modèle de Bates est issu du modèle de Gordon – Shapiro en introduisant :

- i) plusieurs périodes au sein desquelles le taux de croissance est constant.
- ii) une valeur terminale qui borne l'horizon d'actualisation

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{(1+g)D_1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{PER(n) * BNA(n)}{(1+k)^n}$$

**Remarque :  $PER(n) * BNA(n) = \text{Cours du titre en année } (n)$**

Ainsi, le modèle est plus souple d'utilisation. Il permet d'introduire les « Earnings Estimates » des années futures et de borner l'horizon par le **PER** du secteur au bout de n années. Personnellement je le borne à 4 ans et il se manipule aisément avec un fichier Excel à 4 colonnes...

**PER\*** (Price Earning Ratio) : = nombre d'années de bénéfices que capitalise le cours.

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

## PER = Price Earning Ratio

- ▶ Un des outils les plus utilisés par les gestionnaires de portefeuille pour savoir si une action est "chère" ou non
- ▶ Multiple de capitalisation des bénéfices d'une société cotée

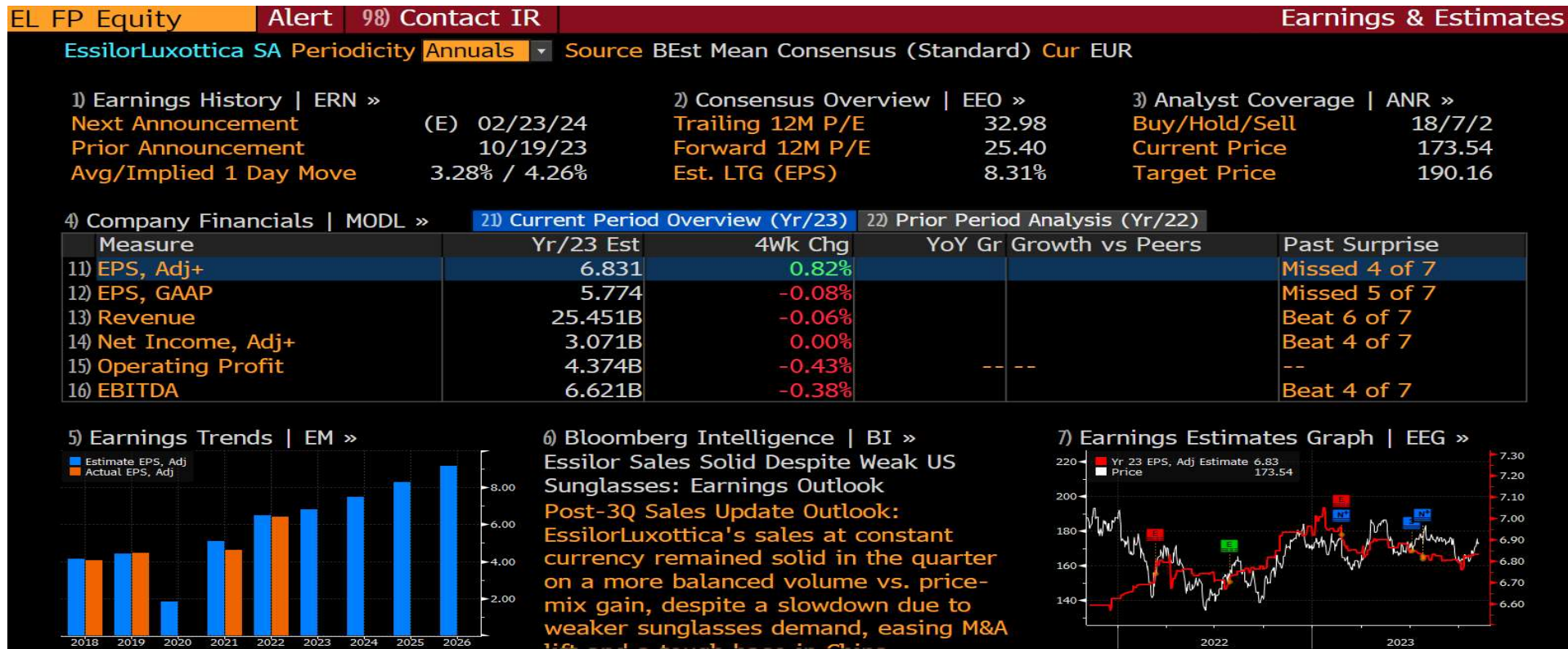
$$\text{PER} = \frac{\text{cours de bourse de l'action}}{\text{bénéfice par action}} *$$

\* B.P.A en Français  
E.P.S en Anglais

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

Exemple d'objectif de cours sur une valeur à croissance visible et dynamique...  
(sans mauvais jeux de mot) : *ESSILOR* \*

SUR BLOOMBERG : EE



Nous avons ici l'ensemble des informations pour calculer un objectif de cours : les estimations de BPA (Bénéfices Par Actions) de n à n+3 et un **Per** de sortie qui sera à votre libre arbitre...

\* Cela fonctionne aussi pour des valeurs comme : Essilor, Air Liquide, ... dites valeurs de croissance défensives.

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

Exemple de calcul sur une valeur simple à croissance visible\* et dynamique... :

## Essilor

TICKER BLOOMBERG = EL FP

Cours actuel :	173,60 €		Croissance des BNA sur n+2 et n+3 :				7,5%
	n	n+1	n+2	n+3	BNA*PER	PE de sortie = PE moyen	
	2 023	2 024	2 025	2 026			
BPA ( Médiane des analystes )	6,83	7,50	8,06	8,67	216,68	25,0	
Taux de distribution	50%	50%	50%	50%			
Dividende	3,44	3,78	4,06	4,37			
Taux Rf	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%		
Dividende actualisé	3,30	3,49	3,60	3,72	184,51		
					soit une décote de :		
<b>Cours théorique</b> ( somme des dividendes + cours de sortie actualisé ) :					<b>198,6</b>	<b>14,4%</b>	

BNA n / (n+1) / (n+2) = Bloomberg - Fonction EE

Croissance LT (au delà de n+1) = Croissance historique 10 ans

PE de sortie = PE Moyen 5 ans

Comme pour le modèle de Gordon Shapiro très sensible à la croissance (g) des dividendes, ici c'est le PER de sortie qui va influencer le plus les objectifs de cours. Actuellement le cours du titre est de 173,60 eur : si les bénéfices futurs ne sont pas révisés et que les investisseurs continuent de valoriser le titre à 25\* les bénéfices, **Essilor** est sous-évaluée de 14,4%.

\* L'investisseur averti aura bien vu le jeu de mot...

# CHAP 1 = EVALUATION ACTUARIELLE

Ici, l'approche financière/ actuarielle touche à sa fin. Il appartient à chaque gérant/investisseur de se poser les questions (Swot Analysis) sur le caractère vraisemblable ou non du niveau de croissance dans 4 ans et de réviser ou non le PER de sortie à la hausse ou à la baisse.



L'approche fondamentale est la seule source d'information qui nous permettra de comprendre si le PER de sortie est extrapolable à moyen terme... et répondre à cette énigme : Lunettes ? ou Lentilles?

## THERE IS ONLY ONE WAY...



# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Nous pointons ici un dilemme auquel vous serez tous confrontés au cours de 41 années de carrière, ce qui vous conduira à vous poser la question une fois par récession qui statistiquement interviendra tous les 5/7 ans... soit 7 à 8 remises en question: **Growth or Value?**

Pour caricaturer l'opposition des deux styles de gestion, on considérera qu'un investisseur « **growth** » achète 1 euro un titre dont il attend une valorisation future de 2 euros, tandis qu'un investisseur « **value** » achètera à 0,50 euros un titre qu'il pense valoir 1 euro. Benjamin Graham définissait alors le style « **value** » par rapport à un taux de rendement des obligations et en intégrant le concept de marge de sécurité. Ensuite les définitions des styles « **value** » et « **growth** » ont évolué en se basant sur des critères quantitatifs que j'ai tenté de regrouper pour les principaux dans le tableau de synthèse suivant :

SCREENING	VALUE	CROISSANCE ( / GARP )
	1/ PER n+1 < PER du marché	PER n+1 > PER du marché
	2/ COURS/ANPA < 2,5 Actif Net Par Actions	7/ Taux de distribution < 40%
	3/ Dette Nette / EBITDA < 2	8/ Croissance du CA 3 ans ( de n-1 à n+1)>5%
	4/ BPA sur 10 ans > 0	9/ PEG < 2 (Price Earning Growth) =PERn+1/(Croissance des BNA n+1*100)
	5/ Dividende sur 10ans > 0	
	6/ Taux de dividende n+1 > Taux de dividende du marché	



# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Or, comme nous le constatons ici (comparatif base 100 de l'évolution de l'indice MSCI Value et MSCI Growth), bien que fortement corrélés, il peut y avoir, lors de forts mouvements de récession ou lors de craintes excessives sur la croissance (2008/2011/2015/2019) des phases de 12 à 18 mois de sous performance des valeurs «Value» comparées aux valeurs de «croissance».

→ Alors pour dormir tranquille faudrait-il ne miser que sur des valeurs de « croissance » ?



# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Dès 1960, Nicholson Francis (Financial Analysts Journal) avait remarqué que les actions à PER faible, bénéficiaient d'un rendement élevé (entendre ici: rendement + gain en capital = performance).

En soi, et en référence au modèle de marché que nous traiterons Chapitre 4, l'existence d'une prime de valeur (value premium) sur les titres « value » constituent **une anomalie de marché**. L'argumentaire (souvent commercial) étant d'affirmer qu'avec les valeurs « value », on n'achète pas le rêve d'une croissance forte, rêve qui peut se transformer en cauchemar, mais qu'on achète la sécurité de l'actif...donc en théorie une performance plus faible que les valeurs de croissance ! Or c'est apparemment l'inverse qui se produit, ce qui semblerait impliquer que les valeurs « value » sont plus risquées que les valeurs de « croissance »...

Growth (stage1) or  
Value (stage2) ? ...



... That is the question...



# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Question que l'on se pose régulièrement en début d'année...

## FLASH STRATEGIE RECHERCHE ACTIONS

20 décembre 2010

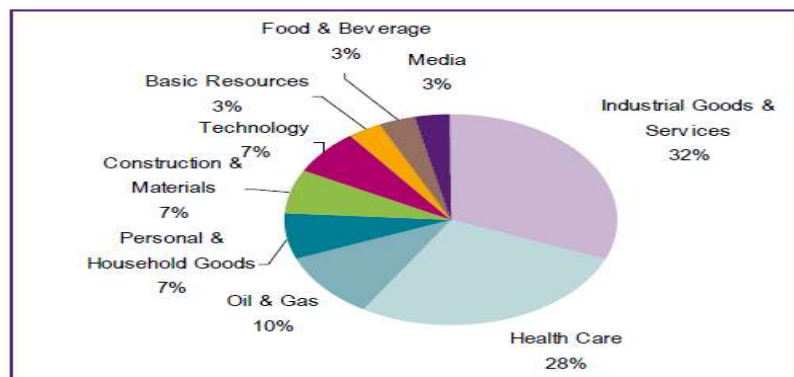
Zone Euro

### Stratégie

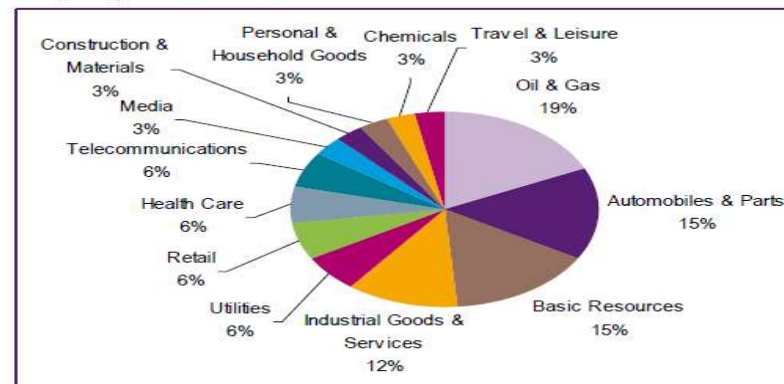
2011 : en route pour une rotation vers la value ?

Et qui conduit à des positionnement sectoriels bien différents :

Graphique 5 : Liste growth



Graphique 8 : Liste value



Le positionnement sectoriel montre bien des divergences de business modèle en cas de croissance ou de récession. Ceci se traduisant par la capacité à dégager des gains ou pertes en fonction du cycle... nous retrouvons ici notre dilemme entre couts fixes et couts variables déjà usité dans les petites classes et que vous comprendrez avec l'exemple suivant :

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Regardez le compte de résultat d'Arcelor en 2012 : quand son Chiffre d'Affaire baisse de 10 Mds Euros son profit baisse de 8Mds ...

GRAB

MT NA Equity 96 Actions 97 Exporter 98 Options Analyse financ.

ADJ ArcelorMittal Période 11 Année Devise USD

1) Stats clés 2) Cpte rés 3) Bilan 4) C/F 5) Ratios 6) Segments 7) Autres 8) ESG 9) Personnalisé

11) Ajusté 12) GAAP 13) As Reported 14) Réconciliation 15) Rém en action et amort 16) Ajust % 17) GAAP %

En milliers de USD sauf Par action

	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	12 dem m	FY 2017 Est	FY 2018 Est
12 mois se terminant	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	03/31/2017	12/31/2017	12/31/2018
Revenus	98,002.0	93,973.0	84,213.0	79,440.0	79,282.0	63,578.0	56,791.0	59,478.0	63,454.5	62,995.9
+ Revenus de ventes et services	79,025.0	75,084.0	65,519.0	79,440.0	79,282.0	63,578.0	56,791.0	59,478.0		
- Coût des produits/services	7,084.0	85,519.0	83,543.0	75,247.0	73,288.0	60,432.0	50,223.0			
+ Coût des biens et services	7,084.0	85,519.0	83,543.0	75,247.0	73,288.0	57,240.0	47,902.0			
+ Dépréciation et amortissement						3,192.0	2,721.0			
Profit brut	6,913.0	8,454.0	670.0	4,193.0	5,994.0	3,146.0	6,568.0		7,995.3	7,475.7
+ Autres produits d'exploitation	0.0			0.0	0.0	0.0	0.0			
- Charges d'exploitation	2,951.0	3,203.0	-1,134.0	1,833.0	2,609.0	2,416.0	2,202.0	53,811.0		
+ Vente, généraux et admin	3,336.0	3,556.0	3,315.0	2,996.0	2,960.0	2,543.0	2,202.0			
+ Recherche & Développement	322.0	306.0	285.0	270.0	259.0	227.0	239.0			
+ Dépréciation et amortissement								2,724.0		
+ Autres charges d'exploitation	-707.0	-659.0	-4,734.0	-1,433.0	-610.0	-354.0	-239.0	51,087.0		
Bénéfices (Pertes) d'exploitation	3,990.0	5,251.0	1,804.0	2,360.0	3,385.0	730.0	4,366.0	5,667.0	5,086.5	4,758.0
- (Bénéfices) pertes hors exploitation	1,749.0	2,218.0	2,730.0	3,557.0	3,554.0	2,841.0	1,790.0	1,732.0		
+ Charges d'intérêts, nettes	1,445.0	1,822.0	1,874.0	1,777.0	1,469.0	1,278.0	1,114.0	1,005.0		
+ Charges d'intérêts	1,578.0	1,945.0	2,031.0	1,890.0	1,565.0	1,383.0	1,172.0			
- Revenus d'intérêts	133.0	123.0	157.0	113.0	96.0	105.0	58.0			
+ Autre (rev) pertes d'investiss						-76.0	-59.0			
+ Pertes (Gains) de change	1,225.0				620.0	697.0	3.0			
+ Bénéfices (Pertes) issus des filiales						59.0	-207.0	-377.0		
+ Pertes (revenus) hors exploitation						883.0	939.0	1,104.0		
Bénéfices (pertes) avant impôts, ajusté	2,241.0	3,433.0	1,074.0	1,803.0	1,820.0	-2,111.0	2,576.0	3,935.0	3,727.8	3,578.2
- Perte anormale	385.0	353.0	4,449.0	1,163.0	351.0	5,410.0	-144.0	185.0		
+ Dépenses de fusion/acquisition				-47.0						
+ Dérivés anormaux			-199.0	-92.0						
+ Cession d'actifs	-140.0	-93.0	-220.0		-79.0					
+ Dépréciation d'actif	481.0	331.0	727.0	444.0	264.0	3,753.0	205.0			
+ Dépréciation de goodwill	16.0		4,308.0	4.0		854.0				

**SUR BLOOMBERG : FA**

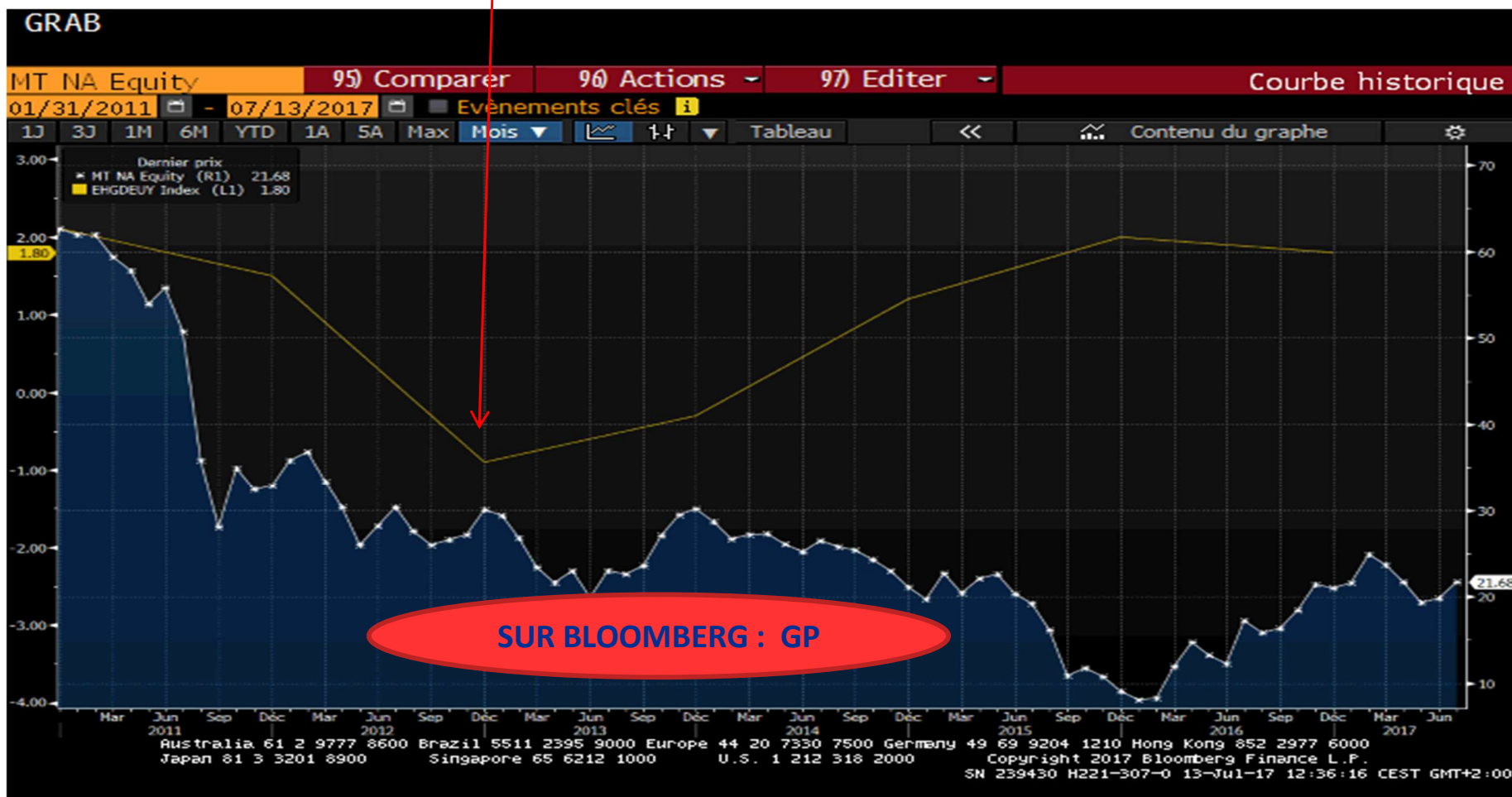
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000

Zoom 75%

Copyright 2017 Bloomberg Finance L.P.  
SN 239430 H221-307-0 13-Jul-17 12:23:55 CEST GMT+2:00

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

D'où un comportement boursier très rationnel : le cours **baisse 6 mois** avant la baisse de la croissance  
Le cours du titre est au plus bas dès 2 012, la fin de récession n'intervenant que fin 2 012  
( Cf courbe d'évolution du PIB Eurozone en % en baisse mais le cours de bourse avait déjà baissé...)



... Toujours très rationnellement, les réponses à tout « finance » annonceront la fin du monde fin 2 012 et établiront dès lors une liste des titres à vendre, dont Arcelor, mais avec 6 mois de retard.

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Et vous trouverez bien sur sa symétrie... en 2 016



... Toujours très rationnellement , les réponses à tout « finance » annonceront le retour de la croissance en 2 017 , établiront la liste des titres à détenir dont ARCELOR, mais avec 6 mois de retard.

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Recherche économique et stratégies d'investissement

Cycle boursier, cycle économique et cycle de BPA. Que nous dit le passé ? La Bourse toujours (ou presque) en avance



Nombre de mois entre le creux du S&P500 et certains indicateurs de cycle ou de BPA

Creux du S&P500 (date)	04/12/1987	11/10/1990	31/08/1998	09/10/2002	Moyenne
Momentum de BPA	0	3	4	2	2,2
Point bas des BPA Trailing	0	15	5	5	6,2
Composante commandes de l'ISM	6	6	5	2	4,7

Creux du S&P500 et creux du cycle (fin de la récession au sens du NBER)

Récession	Creux du Marché (1)	Point bas du cycle (2)	Durée (2)-(1) (en mois)	Performance	Un an après le creux du cycle
1948-49	Juin 1949	Octobre 1949	4	19,2 %	21,8 %
1953-54	August 1953	Mai 1954	9	25,2 %	29,9 %
1657-58	Décembre 1957	Avril 1958	4	10,3 %	32,6 %
1960-61	Octobre 1960	Février 1961	4	61,1 %	10,3 %
1970	Juin 1970	Novembre 1970	5	19,9 %	7,8 %
1973-75	Septembre 1974	Mars 1975	6	35,4 %	23,3 %
1980	March 1980	Juillet 1980	4	24,7 %	7,6 %
1981-82	July 1982	Novembre 1982	4	33,6 %	20,1 %
1990-91	Octobre 1990	Mars 1991	5	27,5 %	7,6 %
2001	Septembre 2001	Novembre 2001	2	19,8 %	-17,8 %
					Marché baissier structurel
	<b>Moyenne</b>		<b>4,8</b>	<b>27,7 %</b>	<b>14,3 %</b>
	<b>Écart type</b>		<b>1,8</b>	<b>13,8 %</b>	<b>14,6 %</b>



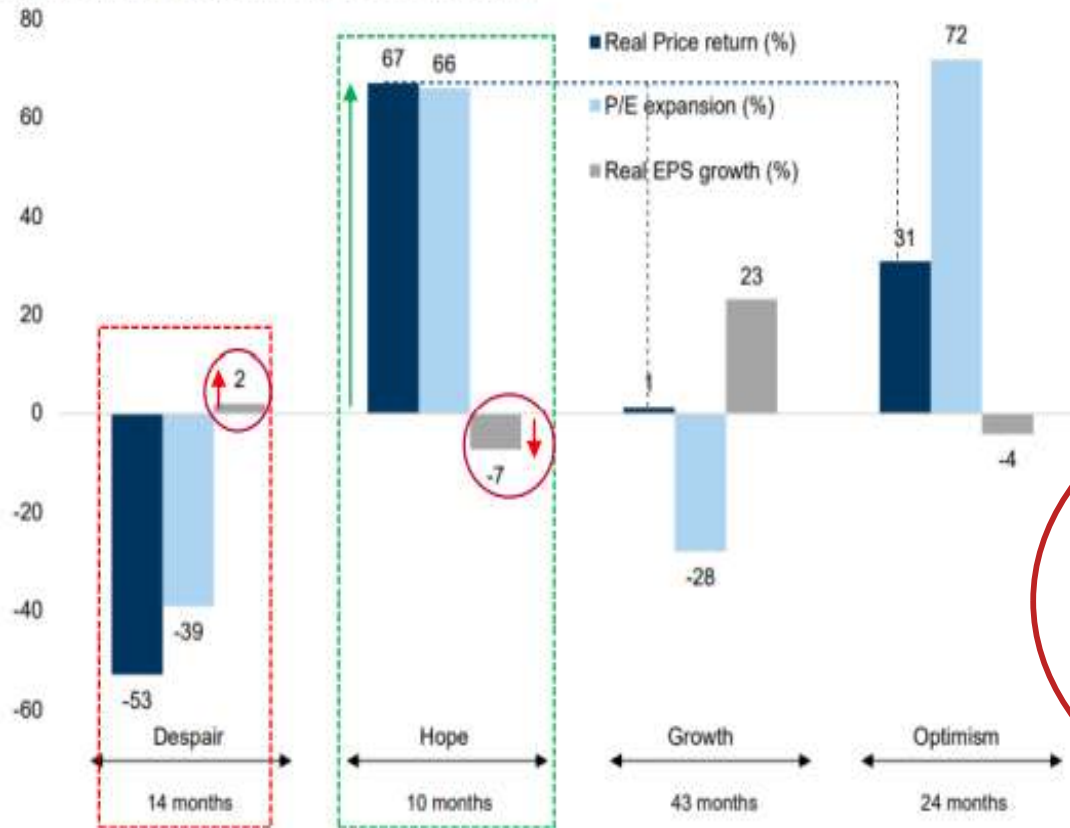
Le marché action anticipe les mouvements de cycle en moyenne **5/6 mois** avant les points hauts/bas du cycle économique... et la performance du marché est 2 fois supérieure entre le creux du marché et du cycle qu'un an après le redémarrage... une fois encore il faut acheter quand tout va mal et inversement.

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

## Décomposition du cycle économique – Goldman Sachs

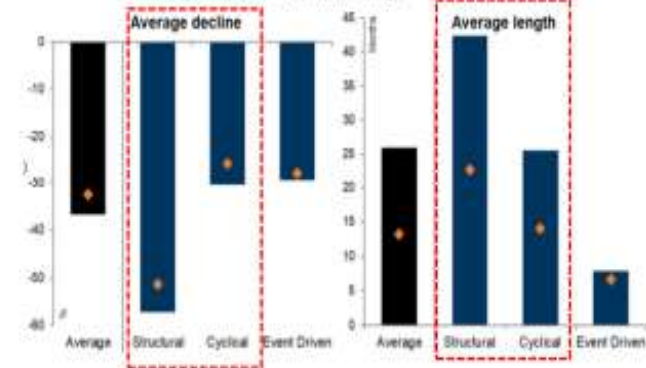
The relationship between earnings growth and price performance changes systematically over the cycle

Real Price Return, P/E expansion and Real EPS growth (%)



## Description bear market

US bear markets & recoveries since the 1800s  
Orange diamonds mark post-WW2 averages



## Evolution marché et EPS

Time 0 = Bear market low, Time in months (US bear markets since 1903)



Logique que nous retrouvons ici dans la relation entre le marché et les EPS. Le marché action anticipe les mouvements de cycle en moyenne **5/6 mois**. Il **baisse 6 mois avant la révision négative des EPS** et **remonte 6 mois avant la révision positive...** Encore une fois encore il faut acheter quand tout va mal et inversement.

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

En conséquence, fonder une stratégie d'investissement sur la dichotomie entre « value » et « growth » s'avère à priori aléatoire en termes d'efficacité.

La prime sur les valeurs « value », à supposer qu'elle existe demeure hypothétique, car génère un surcroît de volatilité avec une sur ou sous performance, en fonction du cycle économique.

En substance, le rôle du gérant est donc de maitriser ces deux styles de gestion, sans forcément se déclarer partisan de l'une ou de l'autre stratégie.

La prime du gérant consiste donc à trouver les valeurs « value » qui seront les « growth » de demain et à évincer les « growth » en fin de cycle, la profitabilité s'érodant avec le temps et dont la valorisation ne laisse place à aucun parachute (si vous avez des noms de valeur à me donner...comme Orpea ex star de la croissance !).

Généralement, (et c'est souvent une question d'examen), les Value sous performent le marché **avant la récession**, (en cela, elles constituent donc un signal avancé de baisse des marchés), mais à contrario elles surperforment 6 mois avant le retour de la croissance. On parlera alors d'une rotation « Value ».

En dépit de la multiplicité des critères susceptibles d'être invoqués pour tracer la frontière, l'instabilité du classement est contingente à la dynamique des sociétés. **C'est donc les changements de statut** qui créent ou détruisent de la valeur, toute sur ou sous valorisation injustifiée sera tôt ou tard corrigée par les forces du marché.

# CHAP 2 = GROWTH / VALUE : L'ÉTERNEL CLIVAGE

Exemple de 2 gestions « typées » :

## LE FONDS

Amplegest Pricing Power est un OPCVM investi en moyennes et grandes capitalisations européennes (fig. 1.1 au chapitre 1 de l'assurance vie.

Sa stratégie d'investissement repose sur 2 piliers de création d'Alpha :

La sélection d'une trentaine de sociétés cherchant à maîtriser les prix de leurs produits/services, et donc à protéger leur marge et leur croissance par de fortes barrières à l'entrée (marque forte, avance technologique, savoir-faire discriminant).

La gestion active des pondérations au sein du portefeuille en fonction de critères établis (actualité du secteur, valorisations..)

Amplegest Pricing Power est un fonds de stock picking, à fortes convictions (le Top 10 varie entre 40 et 50% du portefeuille)

# Growth

### Principales lignes

Nom	Catégories	Poids
Pernod Ricard	Industrie	6,7%
ASML	Technologie	6,3%
Essilor Luxottica	Santé	5,6%
Schneider Electric	Industrie	5,5%
Pernod Ricard	Biens de consommation	5,3%
L'Oréal	Biens de consommation	4,9%
Campari	Biens de consommation	4,8%
BMW	Industrie	4,7%
LVMH	Biens de consommation	4,5%
Infineon	Technologie	4,4%

## Sélectionner des actions européennes décotées



Marc RENAUD



Yohan SALLERON

Mandarine Valeur sélectionne des sociétés européennes sous valorisées par le marché, présentant un fort potentiel de revalorisation grâce à la matérialisation de catalyseurs identifiés par les gérants.

# Value

## Principales lignes

	POIDS
IMERYS	5,6%
BANCO SANTANDER	5,0%
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	5,0%
BNP PARIBAS SA	4,7%
LLOYDS BANKING GROUP PLC	4,5%
ALLIANZ SE	4,5%
ESSITY AKTIEBOLAG-B	4,4%
BEIERSDORF AG	3,9%
TOTALENERGIES SE	3,8%
SUBSEA 7 INC.	3,8%

Présentation

Évolution

Performances

Portefeuille

Caractéristiques



# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 1 : La rentabilité ou espérance de rendement d'un actif

Mr JC Convenant a pour habitude de festoyer tous les jeudi soir\* de chaque semaine au frais des ses fournisseurs à coup de champagne et petits fours... Il vit ici un drame existentiel :

- i) Une probabilité de 5% que sa douce fasse sa valise, dans ce cas il y perdra une partie de son salaire soit : - 1 000 eur
- ii) 45% que sa bien aimée lui fende le crâne, il encours des frais d'hôpitaux non remboursés par une franchise de -100 eur
- iii) 50% qu'elle dorme et qu'elle ne s'aperçoive de rien et profite donc d'une soirée tous frais payés à +191 eur .

Fort de ces éléments, JC Convenant décide rationnellement qu'il peut rester festoyer...

Vrai ou Faux ?

(ici l' Espérance mathématique = 0,5 eur )

25

\* Il n'y a qu'un jeudi dans chaque semaine je sais c'est compliqué et c'est pour cela que j'ai pris Maths et pas Français...

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 1 : La rentabilité d'un titre ou d'un portefeuille titre

Le taux de rentabilité d'une action comprend non seulement le dividende net du titre (taux de rendement), mais aussi la plus-value en capital (ou moins value) rapportée au cours d'achat de l'action.

Soit le taux de rentabilité de l'action i :

$$R_t = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

$R_t$  : taux de rentabilité de l'action i pendant la période t

$D_t$  : dividende encaissé pendant la période t

$P_t$  : cours de l'action à la fin de la période t

$P_{t-1}$  : cours de l'action à la fin de la période t - 1

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 2 : La volatilité d'un titre ou d'un portefeuille titres

On peut assimiler le risque d'un investissement à la dispersion ou variabilité de sa rentabilité autour de la valeur anticipée. La mesure de la variabilité la plus utilisée est l'écart type ( ou **volatilité** ), ou identiquement son carré : la variance.



$$\text{var}_x = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - x)^2}{n}$$

**VOLATILITE** = RACINE CARREE DE LA VARIANCE

N'ayez crainte de cette formule pas si complexe, elle ne cherche qu'à calculer une dispersion autour d'une moyenne.

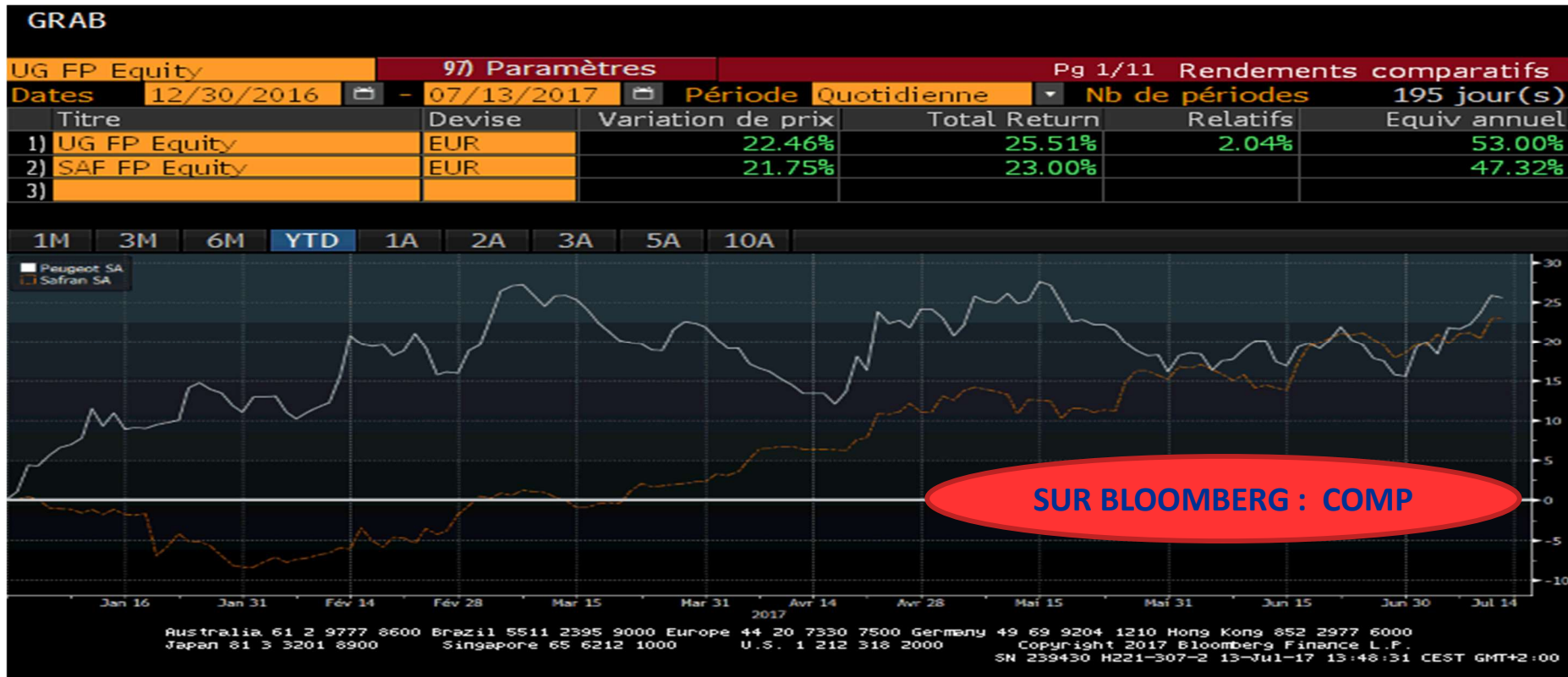
Ainsi lors de votre examen, la classe peut avoir 10 de moyenne :

- tout le monde a 10 ?
- ou certains ont eu 2 (ce qui vous envoie directement à la cession de septembre) et d'autres 18 ?

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 2 : La volatilité d'un titre ou d'un portefeuille titres

Regardez ces 2 titres (Peugeot et Safran) = Rentabilité (Total Return) = 25%  
 mais ont-ils le même niveau de risque ? [= volatilité = écart type = (Variance)<sup>1/2</sup> ]



Nous voyons bien (et sans calcul) que Safran semble moins risquée ! En bon investisseur que vous êtes, pour le même rendement, vous préférez les titres les moins volatils (l'adjectif pas l'animal...). Un investisseur « averse » au risque cherche à : « maximiser son profit sous contrainte d'un risque minimisé ». Seuls les jeunes investisseurs insouciants et risque « lover » préféreront Peugeot...

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification, source de diminution de la volatilité.

L'inclusion de plusieurs titres dans un portefeuille réduit le risque de celui-ci par rapport au risque des titres individuels qui le composent... autrement dit ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier.

Il semble facile de comprendre que la Rentabilité moyenne d'un portefeuille soit la moyenne pondérée des titres qui le compose :

$$\rightarrow R_p = X_A R_A + X_B R_B$$

Mais qu'en est il de la volatilité (du risque) ?

**Le risque du portefeuille est :**

$$\sigma_p^2 = X_A^2 \cdot \sigma_A^2 + X_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2 X_A X_B \sigma_{AB}$$

**ou**

$$\sigma_p^2 = X_A^2 \cdot \sigma_A^2 + X_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2 X_A X_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$$

**( à connaître par cœur ! )**

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification – Cas 1

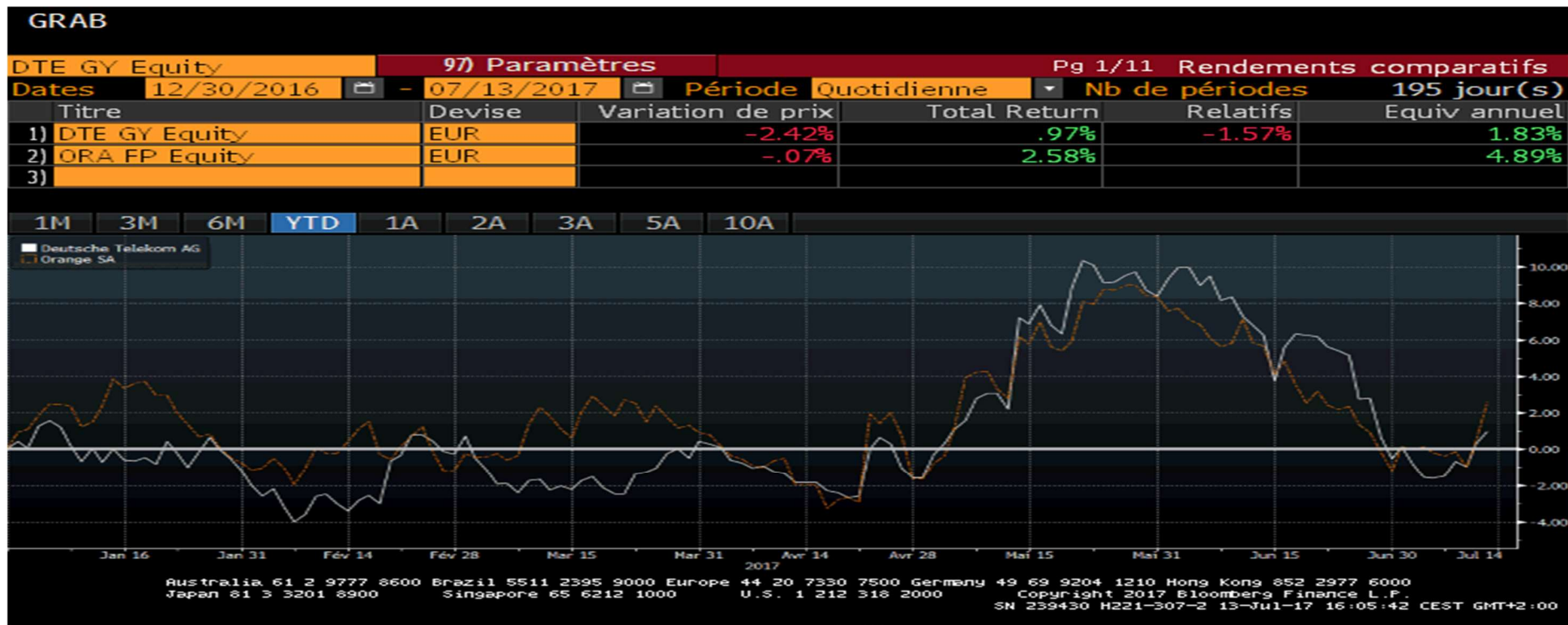
$$\rho_{AB} = +1$$

Implicite, si vous mettez des titres issus du même secteur : les titres sont corrélés donc la volatilité sera la simple moyenne pondérée des titres qui le compose :

$$\sigma_p^2 = X_A^2 \cdot \sigma_A^2 + X_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2 X_A X_B \sigma_A \sigma_B$$

{ Pour mémoire  $(a + b)^2 = a^2 + b^2 + 2ab$  }

$$\rightarrow \text{Soit } \sigma_p^2 = (X_A \sigma_A + X_B \sigma_B)^2$$



# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

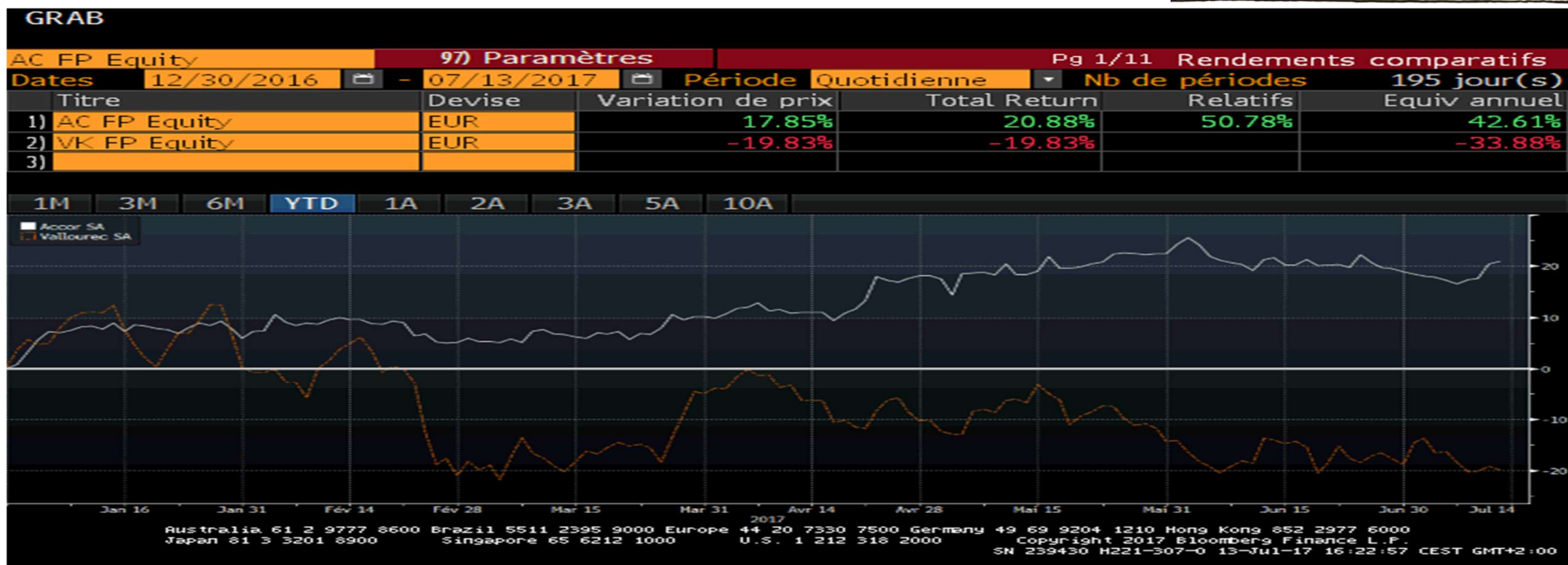
Notions de base 3 : La diversification parfaite – Cas 2

$$\rho_{AB} = -1$$

Le cas improbable, celui qui fera de vous le gérant star : la performance sans le risque car la hausse de l'un se neutralise par la baisse de l'autre titre... sans même créer un L/S Equity, le portefeuille progresse, mais sans risque... le premier Long/Long Equity à variance nulle... (cas illusoire !)

$$\sigma_p^2 = X_A^2 \cdot \sigma_A^2 + X_B^2 \cdot \sigma_B^2 - 2 X_A X_B \sigma_A \sigma_B$$

$$\text{Soit } \sigma_p^2 = (X_A \sigma_A - X_B \sigma_B)^2$$



Question d'examen : dans le cadre d'un L/S Equity : précisez le nom du titre à vendre ?

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification – Cas 3

$$\rho_{AB} = 0$$

Le travail sur lequel vous vous recentrez le plus :

Construire un portefeuille dans lequel les titres auraient peu / pas de corrélation

$$\sigma_p^2 = X_A^2 \cdot \sigma_A^2 + X_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 0$$

Dans ce cas, le risque du portefeuille est inférieur à celui des titres qui le composent.

Exemple :

$$X_A = 0,5 ; X_B = 0,5 ; \sigma_A = \sigma_B = 0,25 \text{ (ou 25 \%)}$$

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= (0,5)^2 (0,25)^2 + (0,5)^2 (0,25)^2 \\ &= (0,25) (0,0625) + (0,25) (0,0625) \\ &= 0,03125\end{aligned}$$

soit une volatilité de  $(0,03125)^{0,5} = \mathbf{17,68\%}$

$\sigma_p = 0,1768$  ou **17,68 % (inférieure à la simple moyenne pondérée)**



# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification – Cas 3

$$\rho_{AB} = 0$$

Le travail sur lequel vous vous recentrez le plus:

Construire un portefeuille dans lequel les titres auraient peu / pas de corrélation

Dès lors, on peut se poser la question de la diversification à  $n$  actifs.

Que devient la formule à  $n$  actifs... converge t'elle vers 0 ( le graal ? La performance et pas de risque... )

Malheureusement non, elle converge vers un risque résiduel, même si l'on possède 100 titres en portefeuille.

Ce risque non diversifiable se nomme le risque marché, ou risque **systematique**. Par opposition au **risque spécifique** à chaque titre qui lui est **diversifiable**.

Ainsi avec 3 titres ( A; B; C dans les mêmes proportions ) nous obtenons :

$$\sigma_p^2 = X_A^2 \cdot \sigma_A^2 + X_B^2 \cdot \sigma_B^2 + X_C^2 \cdot \sigma_C^2 + 0$$

Dans ce cas, le risque du portefeuille est inférieur à celui des titres qui le composent.

Exemple :

$$X_A = 1/3 ; X_B = 1/3 ; X_C = 1/3 ; \sigma_A = \sigma_B = \sigma_C = 0,25 \text{ (ou 25 \%)}$$

$$\sigma_p^2 = (1/3)^2 (0,25)^2 + (1/3)^2 (0,25)^2 + (1/3)^2 (0,25)^2$$

$$\sigma_p = 0,1443 \text{ ou } 14,43 \% \text{ (inférieure à la simple moyenne pondérée) } < 17,68\% \text{ obtenu avec 2 titres}$$

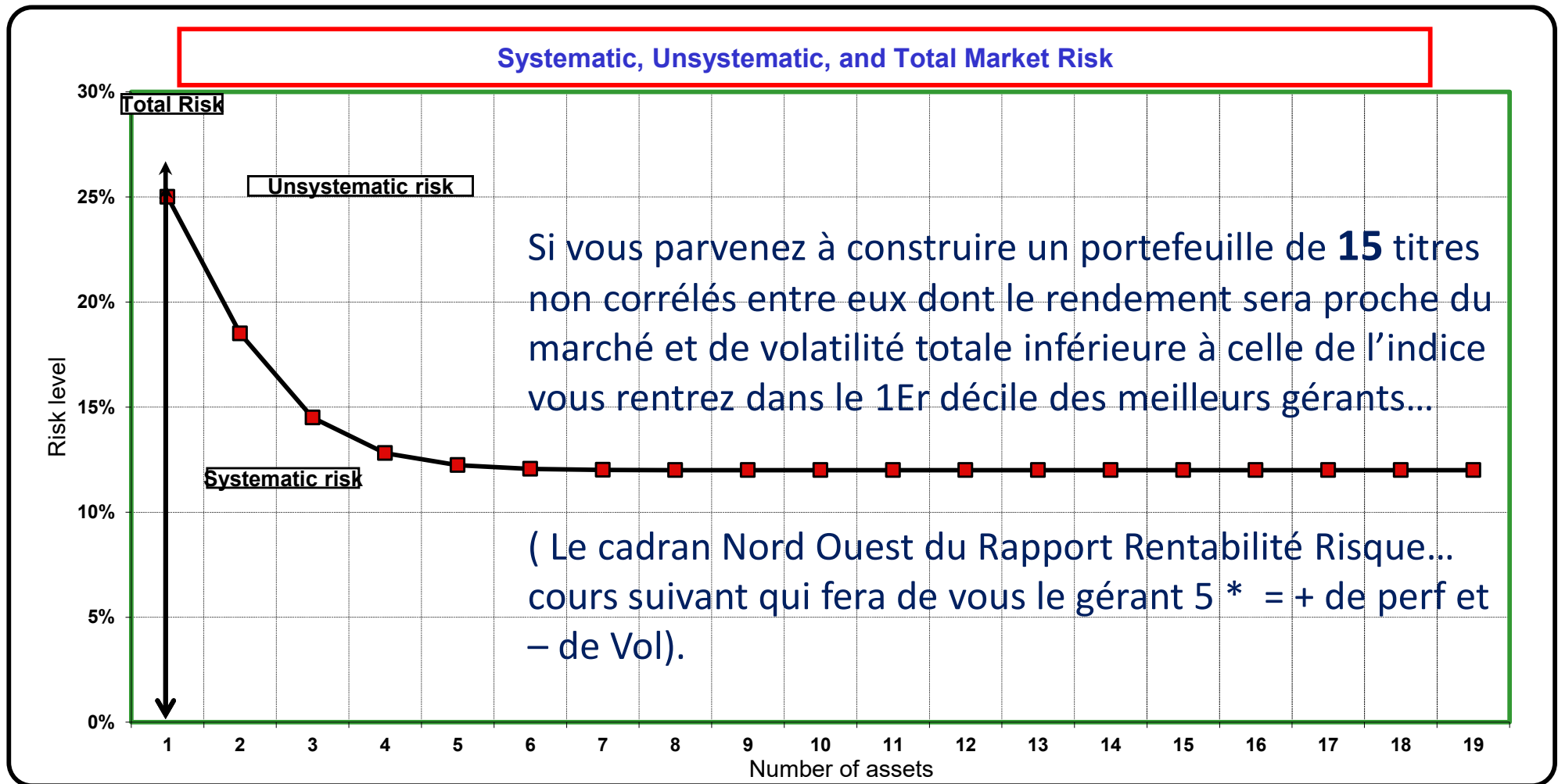
# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification – Cas 3

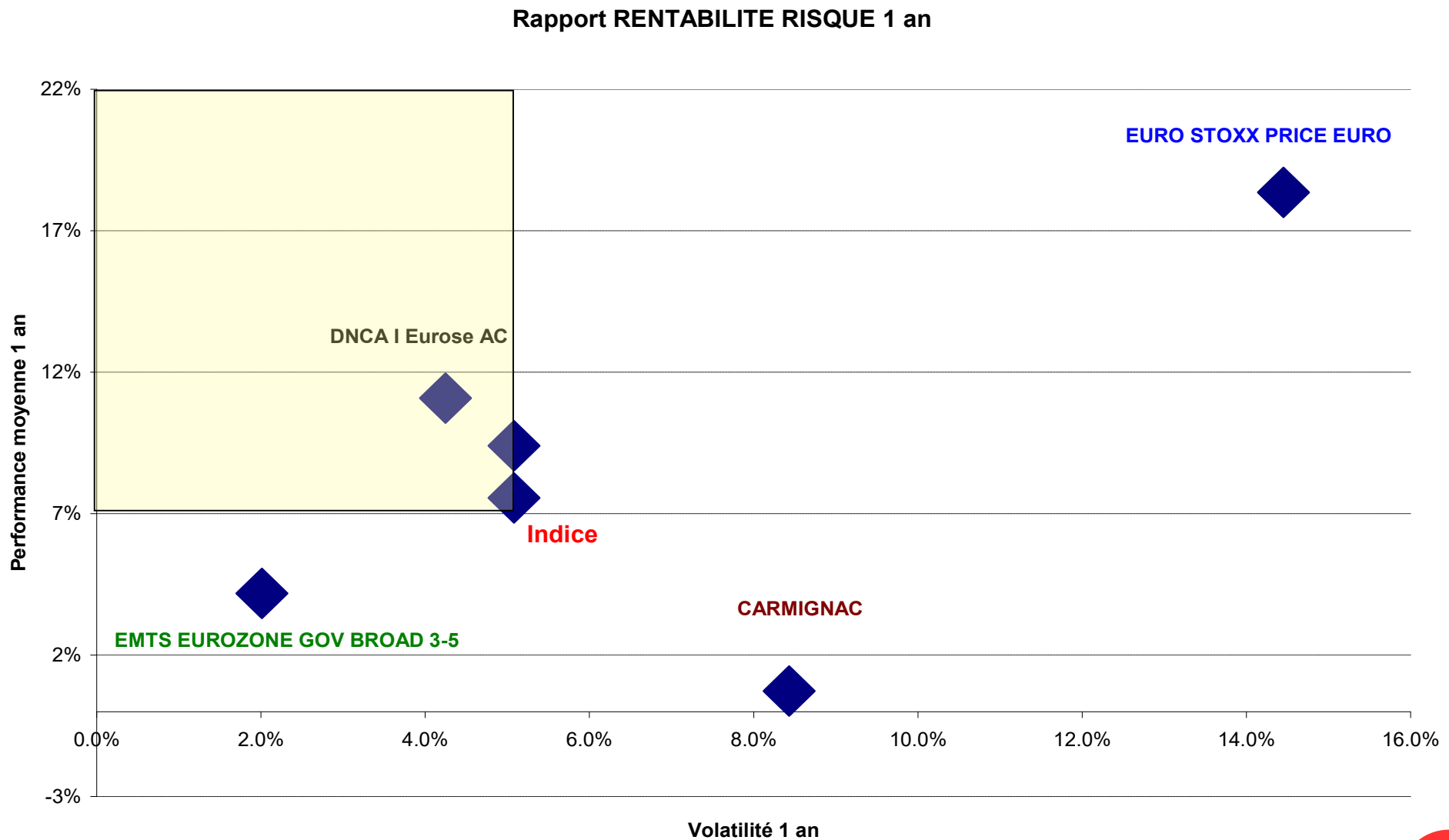
$$\rho_{AB} = 0$$

Diversification à  $n$  actifs.

En poussant  $n$  vers l'infini... on obtiendrait ce type de représentation du risque ou la diversification tend vers le risque de marché appelé également le risque **systematique**.



# OPCVM : DÉCELER ET IDENTIFIER LA VALEUR AJOUTÉE DU GÉRANT...

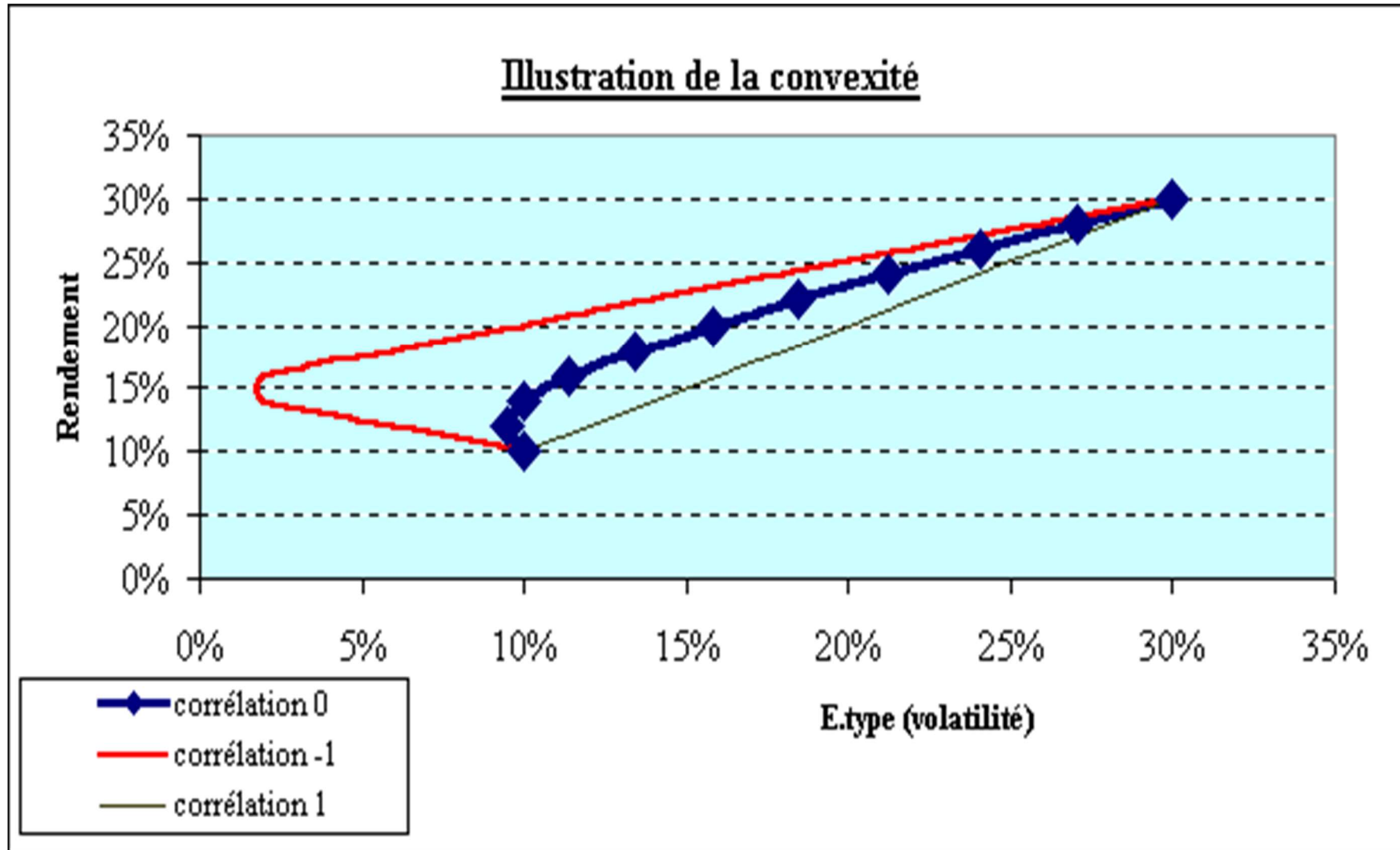


Rechercher la stabilité de la « sur performance » et le cadran Nord Ouest : (+) de perf et (-) de vol...

# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification – Illustration des 3 cas

$$\rho_{AB} = -1 / 0 / +1$$



# CHAP 3 : RISQUE, RENTABILITE ET DIVERSIFICATION

Notions de base 3 : La diversification – Généralisation à n titres / actifs

Lorsque le nombre d'actifs en portefeuille est  $> 2$ , il devient assez fastidieux de recalculer le rendement et le risque. Il faut pour 3 titres calculer la corrélation de A avec B / B avec C / A avec C ... imaginez pour 15 titres... il faut recalculer une matrice de corrélation de  $(n*(n+1)/2) = 120$  valeurs !

$$V(p) = \sum_{i=1}^n X_i^2 * \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \text{Cov}(R_i ; R_j) \quad \text{remarque : } i \neq j$$

Nous calculons, que ce soit pour 2 ou n titres des corrélations sur des rendements passés... en quoi l'avenir balbutierait ?

Ce que nous devons retenir de la diversification c'est la mise en évidence d'une relation non linéaire entre le rendement et le risque (convexité).

Ceci a révolutionné les méthodes de gestion dès 1970 (gestion collective)

Pourtant, nous voyons les limites d'une telle modélisation qui se base sur les rendements et les volatilités passés. Elle permet de connaître pour aujourd'hui la meilleure composition de portefeuille pour une unité de risque, mais en aucun cas elle autorise une projection dans l'avenir.

# CHAP 4 : MODÈLE DE MARCHÉ / MEDAF (CAPM)

Le risque marché = somme de 2 risques distincts

L'idée qui sous tend ce modèle est que les fluctuations des cours des valeurs mobilières sont dues à l'influence du marché en général et à des causes spécifiques à chacune des valeurs mobilières.

Le Medaf ou Capital Asset Pricing Model explique la réalisation de l'équilibre du marché par l'offre et la demande pour chaque titre. Il permet de déterminer la rentabilité d'un actif risqué par son risque systématique (=non diversifiable).

Or, comme vous l'avez compris dans le développement précédent, le «stock picker» travaille essentiellement la partie risque spécifique et se focalise donc sur la seconde partie de cette formule, considérant dans sa vision micro économique qu'il n'est pas «maitre de l'évolution du marché». Réflexion qui vous permet de comprendre pourquoi un FCP « pur » reste investi entre 90% à 100% de son actif.

$$\text{(Risque total)}^2 = \text{(Risque de marché)}^2 + \text{(Risque spécifique)}^2$$

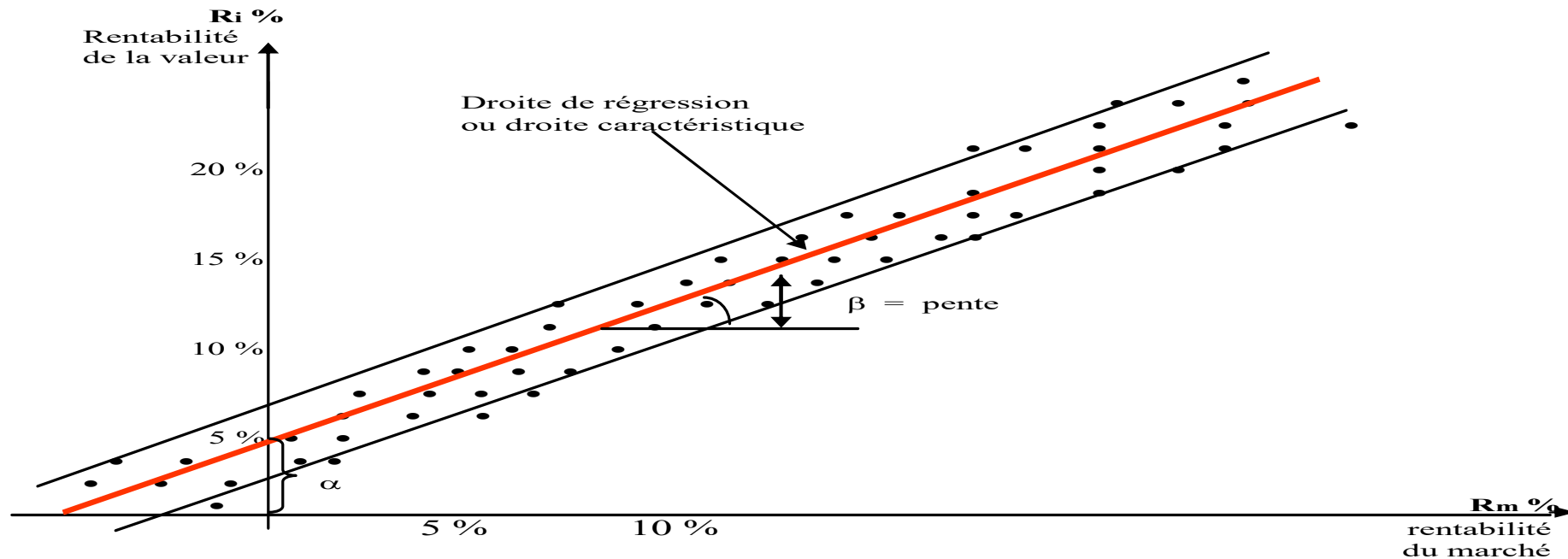
Risque systématique :  $\beta_i \sigma_m$

Risque spécifique :  $\sigma_\varepsilon$

$$\text{Risque total d'une action} : \sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_\varepsilon^2$$

# CHAP 4 : MODÈLE DE MARCHÉ / MEDAF (CAPM)

Le modèle de marché :  $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$



Le bêta exprime la **sensibilité des fluctuations de la valeur à celle de l'indice**. Le coefficient bêta a l'expression suivante :

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Il est égal à la covariance des taux de rentabilité de l'action  $i$  avec ceux de l'indice de marché ( $\sigma_{im}$ ) rapporté à la variance des taux de rentabilité de l'indice de marché ( $\sigma_m^2$ ).

Le Bêta: Il est l'équivalent de la sensibilité obligataire, sauf qu'il traduit ici comment le titre va amplifier à la hausse ou à la baisse les variations du marché... si vous êtes positif sur le marché action, sélectionnez des titres à fort Bêta, ils feront 30% de hausse supplémentaire (de baisse aussi...) et le Bêta du portefeuille sera la moyenne pondérée des titres qui le composent (comme pour la sensibilité d'un portefeuille obligataire.)

# CHAP 4 : MODÈLE DE MARCHÉ / MEDAF (CAPM)

Le modèle de marché

	Beta 1 Year in	Next Twelve Months - NTMA Mean P/E	% Change 1 Year	NTMA Dividend Yield
Vallourec SA	1,77		50,96%	0,00%
Societe Generale S.A. Class A	1,75	10,3 x	61,52%	4,77%
BNP Paribas SA Class A	1,64	10,6 x	54,56%	4,48%
AXA SA	1,62	10,1 x	37,52%	5,01%
Credit Agricole SA	1,45	11,8 x	83,47%	4,31%
France CAC 40 - Index Price Level	1,00		19,38%	3,43%
Orange SA	0,66	13,2 x	-2,02%	4,73%
Compagnie Generale des Etabliss	0,65	12,2 x	37,07%	2,99%
Essilor International SA	0,63	26,2 x	-5,36%	1,38%
Pernod Ricard SA	0,59	19,2 x	18,13%	1,87%
L'Oreal SA	0,53	25,7 x	5,83%	2,01%

**Top 5** des plus gros et faibles Bêta, dans la hausse des marchés les valeurs à forte sensibilité progressent plus vite.

Remarquez : elles ont souvent des PE faibles également... toute similitude avec le chapitre 2 serait fortuite...?



# CHAP 4 : MODÈLE DE MARCHÉ / MEDAF (CAPM)

Le modèle de marché constitue un outil puissant pour la compréhension du comportement des marchés financiers. Il est par essence très simple puisqu'il est fondé sur une méthode statistique élémentaire : la régression par les moindres carrés, mais réducteur car il recherche une relation linéaire entre la rentabilité d'un titre et son marché...( une seule variable explicative c'est trop peu !!!)

- i) Le facteur de marché (Bêta = risque systématique) n'explique environ que 30 % à 50 % des variations des cours de chaque titre (Notion de  $R^2$  qui exprime le pouvoir explicatif du modèle = ce coefficient est égal au rapport de leur covariance et du produit non nul de leurs écarts types).
- ii) Ceci explique pourquoi les gérants non indiciels consacrent du temps, par une analyse fondamentale du risque « spécifique » de chacun des titres, puisque celui ci représente au moins les 50% restants des variation de cours... (C'est pour cela que vous suivez ce cours, sinon nous n'aurions pas besoin de vous !).
- iii) Néanmoins à partir de ces calculs de Bêta, nous avons vu apparaître toute une industrie de gestion passive « tiltée » appelée « Smart Bêta » dont l'objectif est d'apporter une valeur ajoutée en terme de rendement et/ou de volatilité par rapport à leurs benchmark(s) respectifs.

# CHAP 4 : MODÈLE DE MARCHÉ / MEDAF (CAPM)

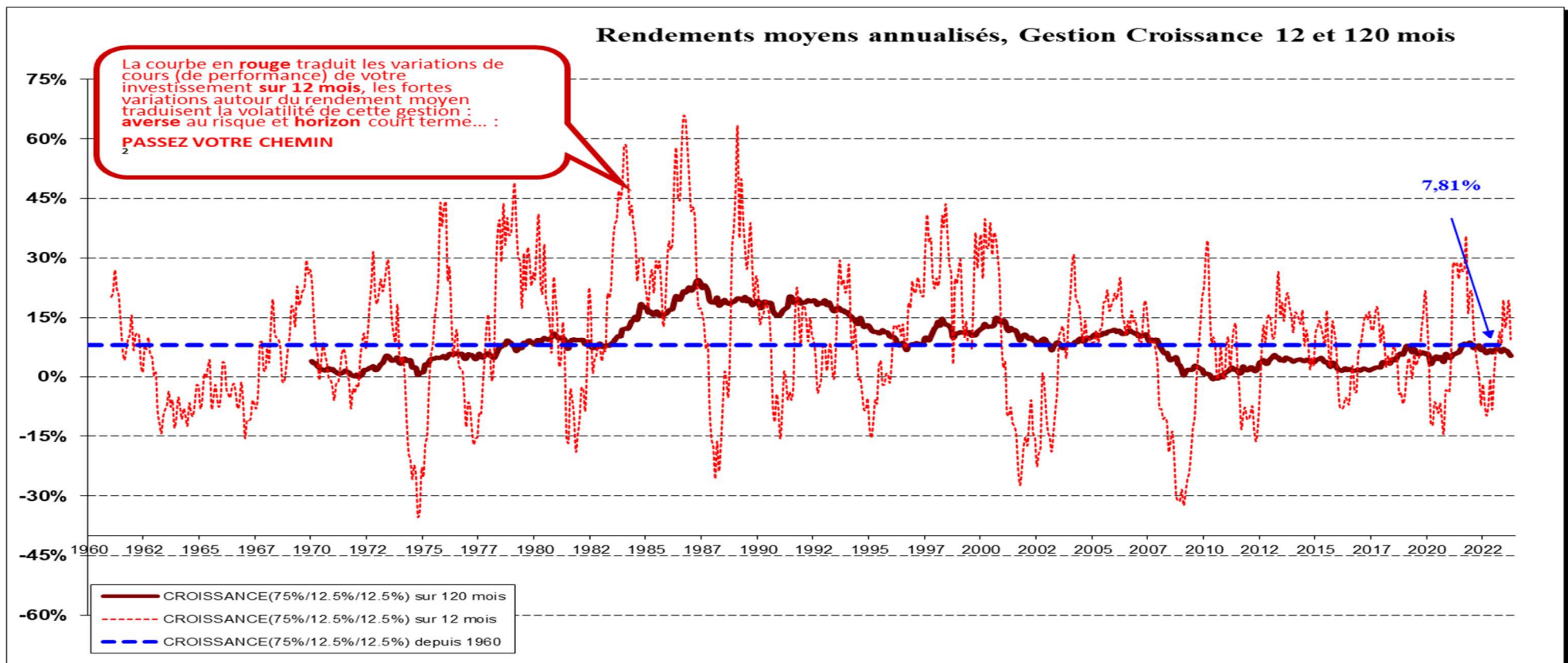
Strategy	Weighting scheme	Required parameter	Foundation paper	Optimality conditions
Market Cap Weights (CW)	$w_{CW}$	Observable market cap information	Sharpe (1964)	CAPM assumptions + no other assets*
Diversity Weights (DW)	$w_{DW} = \frac{w_{CW}^{p+*}}{\mathbf{1}' w_{CW}^p}$	Observable market cap information	Fernholz and Shay (1982)	Unclear
Fundamental Weights (FW)	$w_{FW} = \frac{\mathbf{s}^{***}}{\mathbf{1}' \mathbf{s}}$	Unobservable accounting information	Arnott, Hsu and Moore (2005)	Unclear
Max Deconcentration (MD) / Equal Weights (EW)	$w_{EW} = \frac{1}{N} \mathbf{1}$	None	DeMiguel, Garlappi and Uppal (2009)	$\mu_j = \mu$ $\sigma_j = \sigma$ $\rho_{ij} = \rho$
Risk Parity (RP) also known as Equal Risk Contribution (ERC)****	$w_{RP} = \frac{\beta^{-1}}{\mathbf{1}' \beta^{-1}}$	$\sigma_i, \rho_{ij}$	Maillard <i>et al.</i> (2010)	$\lambda_j = \lambda$ $\rho_{ij} = \rho$
Diversified Risk Parity (DRP)	$w_{DRP} = \frac{\sigma^{-1}}{\mathbf{1}' \sigma^{-1}}$	$\sigma_i$	Maillard <i>et al.</i> (2010)	$\lambda_j = \lambda$ $\rho_{ij} = \rho$
Maximum Diversification Ratio (MDR)	$w_{MD} = \frac{\Sigma^{-1} \sigma}{\mathbf{1}' \Sigma^{-1} \sigma}$	$\sigma_i, \rho_{ij}$	Choueifaty and Coignard (2008)	$\lambda_j = \lambda$
Global Minimum Variance (GMV)	$w_{GMV} = \frac{\Sigma^{-1} \mathbf{1}}{\mathbf{1}' \Sigma^{-1} \mathbf{1}}$	$\sigma_i, \rho_{ij}$	MPT (many papers following Markowitz, 1952)	$\mu_j = \mu$
Max Decorrelation (MDC)	$w_{MDC} = \frac{\Omega^{-1} \mathbf{1}}{\mathbf{1}' \Omega^{-1} \mathbf{1}}$	$\rho_{ij}$	Christoffersen <i>et al.</i> (2010)	$\mu_j = \mu$ $\sigma_j = \sigma$
Diversified Minimum Variance (DMV)	$w_{DMV} = \frac{\sigma^{-2}}{\mathbf{1}' \sigma^{-2}}$	$\sigma_i$	N/A	$\mu_j = \mu$ $\rho_{ij} = 0$
Maximum Sharpe Ratio (MSR)	$w_{MSR} = \frac{\Sigma^{-1} \mu}{\mathbf{1}' \Sigma^{-1} \mu}$	$\mu_i, \sigma_i, \rho_{ij}$	MPT (many papers following Tobin, 1958)	Optimal by construction

# CONCLUSION

Un bon croquis vaut mieux qu'un long discours :

- i) Sur 12 mois votre espérance de gain est comprise entre la **moyenne** +20% et -20% **2 fois sur 3** (Cf propriétés de la Loi Normale)
- ii) Sur 10 ans votre probabilité de perdre en capital quel que soit votre point d'entrée est proche de 0.

Le marché action est donc à la fois le temple des regrets et une école de patience. En respectant les préconisations précédentes (Growth/Value/diversification/Bêta/), vous accompagnerez vos clients vers une revalorisation de leur épargne à Long Terme qui doit conduire en un rendement moyen proche de la croissance des bénéfiques sur la période. En **moyenne**, sur les 60 dernières années, la progression est de l'ordre de **7,81%** par an. Reste à savoir si ce résultat est extrapolable sur les xx prochaines années...



# QUIZZ

Ne pas mettre ses œufs dans le même panier vous évoque :

- i) Le chapitre 3 de ce photocopié !
- ii) Conseil pour les végétariens
- iii) Il est la part d'un homme sage de se garder aujourd'hui pour demain, et ne pas aventurer tous ses œufs dans le même panier » (Don quichotte).

La bourse aime le blanc ou le noir pas le gris :

- i) La page 43 de ce document en est une parfaite illustration
- ii) Le chapitre 2 entre Growth et Value et une perte de statut...
- iii) "irrational exuberance." Greenspan asked, "How do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions ... ? And how do we factor that assessment into monetary policy

Les marches haussières naissent dans le pessimisme, se développent dans le scepticisme et meurent dans l'euphorie :

- i) La page 43 de ce document en est une parfaite illustration
- ii) Essayez de faire rentrer un client sur le marché action après 20% baisse... bonne chance !

Le succès en bourse ne nécessite pas des actions «glamour» ou des marchés haussiers. Pour nous les actions affreuses étaient souvent magnifiques. Si notre portefeuille avait fière allure c'est que nous avons mal fait notre travail.

- i) La page 19 et 20 de ce document en est une parfaite illustration
- ii) On l'appelle aussi le « contrarian » : JOHN NEFF

# CONCLUSION

«Les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, se développent dans le scepticisme, mûrissent dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie». JOHN TEMPLETON



... Et nous, pour notre prochain cours nous passerons en revue les actifs à privilégier pour s'adapter au cycle économique avec discernement: **avec +/- 6 mois de d'avance...** comme vu en page **21 et 22.**

Merci de votre présence et suite au prochain numéro le **xx xx 2024.**