AUTOPSIE D'UN TRADE

Le marché n'est pas contre vous.



REX

Autopsie d'un trade

AUTOPSIE D'UN TRADE

Le marché n'est pas contre vous.

Comment j'ai arrêté d'accuser le marché et construit un processus.

Investir et trader, ce n'est pas de la chance. C'est de la discipline.

Rex

Copyright © 2026 Rex. Tous droits réservés.

Aucune partie de ce livre ne peut être reproduite, stockée dans un système de recherche documentaire ou transmise sous quelque forme ou par quelque moyen que ce soit sans l'autorisation écrite préalable de l'auteur, à l'exception de courtes citations dans une critique.

Première édition. Traduit de l'anglais.

Avertissement important

Ce livre décrit l'expérience personnelle de l'auteur et le processus qu'il applique à son propre argent. Il est écrit à des fins pédagogiques uniquement. Rien dans ce livre ne constitue un conseil financier, une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque placement, ni une invitation à copier les décisions de l'auteur. La valeur des placements peut baisser comme monter et vous pouvez récupérer moins que ce que vous avez investi. Les performances passées, y compris celles de l'auteur, ne préjugent pas des performances futures. Le traitement fiscal dépend de la situation de chacun et peut évoluer. Si vous n'êtes pas sûr qu'un placement vous convient, prenez conseil auprès d'un professionnel réglementé. Les transactions, pourcentages et histoires de ce livre sont réels à la connaissance de l'auteur au moment de l'écriture ; les chiffres d'entreprises et les statistiques de marché étaient exacts tels que publiés lors de leur vérification, mais ont pu changer depuis.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction 1

Un La chance, le talent ou la discipline ? 6

Deux Lire la salle. La santé du marché, le sentiment, et ceux qui le font bouger 22

Trois Lire une entreprise. Les fondamentaux sans le jargon 40

Quatre Lire le graphique. L'analyse technique pour les humains 59

Cinq Lire le monde. La macro, les taux, la rotation et les tribus 76

Six Le filtre. Comment une idée gagne le droit de devenir une transaction 90

Sept La taille et les entrées. Combien, et comment 108

Huit Gérer, sortir et apprendre 123

Conclusion 137

À propos de l'auteur 139

UN MOT SUR LE TITRE

On pratique une autopsie pour une seule raison : savoir de quoi quelque chose est mort. Pas ce qu'on en a dit, pas ce qu'on a ressenti sur le moment. Ce qui s'est réellement passé.

C'est ce que fait ce livre avec les trades. Les miens, surtout, et quelques trades célèbres. Je les ouvre, les pertes plus que les gains, et je regarde ce qu'il y avait réellement dedans : la raison de l'achat, la raison de la vente, et l'écart entre les deux, là où l'argent est parti.

Il n'y a pas de magiciens dans ces pages ni d'indicateur secret. Juste une table, une lampe et de l'honnêteté. Une fois que vous savez de quoi un trade est mort, vous arrêtez d'accuser le marché.

INTRODUCTION

Le trade qui m'a coûté 43 € et m'a tout appris

Un jour, j'ai acheté dix actions Uber.

Je peux vous dire exactement pourquoi, parce que je l'ai écrit juste après et que l'honnêteté pique encore un peu : « Achat impulsif après des nouvelles sur la voiture autonome et le discours positif du nouveau directeur général sur la croissance financière. » C'était tout. C'était ça, le plan. Un titre dans l'actualité, une bonne sensation, un geste sur mon téléphone. Je ne suis même pas utilisateur d'Uber. J'aurais été incapable de vous dire comment l'entreprise gagnait son argent, ce qu'elle valait, ou ce qui devrait se produire pour que j'aie tort.

La position est passée en perte presque tout de suite. Rien de dramatique, quelques pour cent. Mais je ne le supportais pas. Il n'y avait rien sous cette position, aucune raison de la garder, alors chaque journée rouge ressemblait à une insulte personnelle. Soixante-huit jours plus tard, j'ai vendu, en baisse de 6,3 pour cent. Acheté sur une impulsion, vendu par inconfort. Les deux bouts du trade étaient du pur ressenti.

La perte était de 43 €. J'ai dépensé plus pour une tournée au pub. Et pourtant, ces 43 € sont peut-être le meilleur argent que j'aie jamais dépensé, parce que c'est le trade qui m'a enfin forcé à m'arrêter et à poser une question que j'évitais depuis des années : qu'est-ce que je suis en train de faire, au juste ?

Parce qu'Uber n'était pas le premier. Cinq ans plus tôt, j'avais acheté Virgin Galactic près du sommet de l'euphorie spatiale, convaincu que le tourisme spatial était l'avenir et que je l'avais repéré tôt. J'avais raison sur beaucoup de choses. Le spatioport existait vraiment. L'appareil existait vraiment. Les vols d'essai fonctionnaient. Et j'ai quand même perdu 96,8 pour cent de mon argent, parce que je ne comprenais pas un mot, la dilution, et que j'ai moyenné à la baisse cinq fois dans une entreprise qui payait ses factures en imprimant de nouvelles actions. Je n'ai pas acheté une bonne affaire cinq fois. J'ai financé une chute cinq fois.

Et puis il y a eu le trade qui a marché : Amazon, acheté au moment où toutes les valeurs de l'intelligence artificielle partaient à la verticale et où Amazon, pour une raison ou une autre, ne bougeait pas. Cette entreprise, je la connaissais. Je suis client depuis des années, mon travail m'a toujours tenu près du fonctionnement du commerce en ligne, et je voyais de mes propres yeux à quel point une grande partie de leur activité pouvait être automatisée. J'ai écrit pourquoi j'achetais. Je me suis fixé une fenêtre de temps. Cinq mois plus tard, j'ai vendu, en hausse de 15,4 pour cent, et c'est le trade le plus calme que j'aie jamais fait.

Trois trades. La même personne, le même téléphone, la même dose d'intelligence. Un désastre, un petit accroc, une victoire propre. La différence n'a jamais été la chance et n'a jamais été le talent. La différence, c'était d'avoir un processus ou d'avoir une sensation.

Qui je suis, et pourquoi mon avis devrait vous intéresser

Je ne suis pas gérant de fonds. J'ai une trentaine d'années et un travail ordinaire, et le week-end

j'entraîne une équipe de football d'enfants. J'ai une compagne et un jeune fils. Je suis, autrement dit, exactement le genre de personne censée mettre son argent dans une retraite et ne plus y penser.

Sauf que j'y ai pensé, parce que j'ai un objectif avec une date dessus. Je veux atteindre l'indépendance financière, le moment où mes investissements pourraient payer mon coût de la vie et où travailler devient un choix, d'ici dix ans. Pas pour arrêter de travailler. Pour arrêter d'en avoir besoin. Et quand vous avez un vrai chiffre et une vraie échéance, vous ne pouvez pas vous permettre de continuer à prendre des décisions à la Uber. Les mathématiques ne pardonnent pas ça.

Alors, au cours de l'année écoulée, je me suis construit un processus. Un vrai, écrit noir sur blanc, avec des règles que je dois suivre avant d'avoir le droit d'acheter quoi que ce soit, des règles sur ce que j'ai le droit de risquer, des règles sur le moment où je dois vendre, et une revue que je dois rédiger après chaque trade, avec mes propres mots, sur ce que je pensais vraiment en entrant et ce que j'ai vraiment ressenti en sortant. C'est la chose la plus ennuyeuse que j'aie jamais construite. C'est aussi la raison pour laquelle je dors bien, aujourd'hui, avec de l'argent sur les marchés.

Ce livre parle de ce processus. Pas pour que vous le copiiez. Mes chiffres sont les miens, mon appétit pour le risque est le mien, mon objectif est le mien. Il est là pour que vous puissiez voir comment quelqu'un sans diplôme de finance est passé de « le tourisme spatial est l'avenir, j'achète » à un dossier écrit avec une entrée, un stop, une cible et une condition d'abandon, et pour que vous puissiez emprunter les morceaux qui correspondent à votre propre vie.

Ce que vous saurez faire à la fin de cette lecture

Quand les gens disent que l'investissement fait peur, ce qu'ils veulent dire d'habitude, c'est que le vocabulaire fait peur. Le PER. La capitalisation. Le RSI. Les spreads de crédit. La courbe des taux. La peur et l'avidité. Le pump and dump. Les résultats qui battent les attentes. La macro. On dirait une langue conçue pour vous tenir à l'écart et, pour être juste, une partie l'était.

À la fin de ce livre, cette langue n'aura plus de secrets pour vous. Vous comprendrez ce que fait réellement le marché quand les journaux disent qu'il est « secoué » ou « porté ». Vous saurez regarder une entreprise et poser les cinq ou six questions qui comptent. Vous saurez ce qu'un graphique vous dit et, surtout, ce qu'il ne vous dit pas. Vous comprendrez pourquoi les taux d'intérêt font bouger tout le reste, pourquoi une guerre dans le Golfe fait bouger le pétrole avant de faire bouger quoi que ce soit d'autre, pourquoi une entreprise peut dépasser les attentes et baisser quand même, et pourquoi une action qui monte de 50 pour cent en un mois est en général un avertissement, pas une invitation.

Vous comprendrez la différence entre une correction et un krach, entre un investissement et un pari, entre un investisseur *value*, un investisseur *growth*, un trader *momentum* et un *contrarian*, et vous commencerez à comprendre lequel vous êtes.

Et vous verrez, étape par étape, le processus que j'utilise : comment une idée gagne le droit de devenir un trade, comment je la dimensionne pour qu'aucune erreur isolée ne puisse me faire mal, comment j'entre, comment je sors, et comment j'en tire une leçon. À la fin, vous devriez être capable de lire le bruit quotidien, les publications de résultats, les titres de l'actualité et les

graphiques, et de savoir exactement ce qu'ils veulent dire, que vous décidiez ensuite d'investir vous-même, ou de confier votre argent à quelqu'un d'autre en comprenant enfin ce qu'il en fait.

Une promesse, et un avertissement

La promesse : tout ce qui se trouve dans ce livre est réel. Les trades sont mes trades, avec des pourcentages réels. Les citations sont de vraies citations de vraies personnes, et les histoires d'entreprises sont vérifiables. Si je ne suis pas certain qu'une histoire se soit passée exactement comme on la raconte d'habitude, je le dirai.

L'avertissement : je suis encore en chemin. Je n'ai pas encore atteint l'indépendance financière. Certaines des positions que je mentionne vont mal tourner après l'écriture de ces lignes, et ce n'est pas grave, parce que le but n'a jamais été d'avoir raison à chaque fois. Le but est de prendre de bonnes décisions, encore et encore, avec un système qui me rattrape quand je suis sur le point de faire une bêtise. Comme vous allez le voir, « sur le point de faire une bêtise » est mon état naturel. Le processus est ce qui se tient entre cet état et mon argent.

Commençons par le plus grand mythe de tous : l'idée que ceux qui gagnent à ce jeu sont chanceux, ou doués.

CHAPITRE UN

La chance, le talent ou la discipline ?

La fusée à qui il restait un seul lancement

Le 28 septembre 2008, une petite fusée appelée Falcon 1 décollait de l'île d'Omelek, un grain de corail perdu dans un atoll du Pacifique. Si vous aviez regardé la scène depuis la salle de contrôle de SpaceX en Californie, vous auriez vu beaucoup de gens très fatigués retenir leur souffle, parce que c'était la quatrième tentative et que les trois premières avaient échoué.

La première, en mars 2006, a pris feu et est tombée dans l'océan environ trente secondes après le décollage. La deuxième, un an plus tard, est allée plus loin, puis s'est mise à tourner sur elle-même sans jamais atteindre l'orbite. La troisième, en août 2008, quelques semaines seulement avant celle-ci, a perdu sa charge utile quand les deux étages de la fusée se sont heurtés pendant la séparation. Trois lancements, trois échecs, et Elon Musk a répété depuis qu'il n'avait jamais prévu l'argent que pour trois tentatives. La quatrième a été montée en huit semaines avec des pièces déjà construites et ce qui lui restait d'argent personnel. Il l'a dit ouvertement : si celle-là avait échoué aussi, il n'y aurait pas eu de cinquième. SpaceX était fini.

Il n'a pas échoué. Falcon 1 a atteint l'orbite, première fusée à ergols liquides développée par le privé à y parvenir, et trois mois plus tard la NASA signait avec SpaceX un contrat d'environ 1,6 milliard de dollars pour acheminer du fret vers la station spatiale. Le même mois de décembre, la veille de Noël, Musk bouclait un tour de financement pour Tesla qui, selon ses propres mots, a sauvé cette entreprise de la faillite à quelques jours près. Deux sociétés, toutes deux à quelques jours de couler, dans la même semaine de la pire crise financière depuis quatre-vingts ans.

Les gens adorent cette histoire parce qu'elle ressemble à de la chance. La fusée passe au dernier essai. L'argent arrive la veille de Noël. On dirait un film.

Mais regardez ce qui s'est vraiment passé entre le troisième et le quatrième lancement. L'écart a été d'environ huit semaines. Pendant ce temps, les ingénieurs ont trouvé la cause exacte de l'échec : un nouveau moteur qui continuait de produire de la poussée un peu plus longtemps que l'ancien, si bien que le premier étage poussait encore quand le second a voulu se détacher. Ils ont changé une seule chose, le moment de la séparation, l'ont testée, et ont volé de nouveau. Pas de nouvelle fusée, pas de nouvelle idée, pas de miracle. Un diagnostic précis, une correction, et la discipline de retourner sur le pas de tir pour bien faire les choses.

Ce n'est pas de la chance. La chance, c'est le nom qu'on donne à la discipline quand on n'en voit que la dernière image.

Pourquoi je commence un livre sur l'argent par une fusée

Parce que le monde entier vous répète, de cent petites manières, que les gens qui gagnent de l'argent sur les marchés sont soit chanceux, soit doués. Les chanceux ont acheté du Bitcoin en 2012 ou du Tesla en 2019. Les doués ont un sixième sens pour lire un graphique, ou un oncle chez Goldman. Dans les deux cas, le message est le même : ce n'est pas pour les gens comme vous.

J'y ai cru longtemps. Ça me donnait une excuse confortable quand une position tournait mal, et une excuse encore plus confortable pour ne pas apprendre. Puis j'ai remarqué une chose chez toutes les personnes et toutes les entreprises que j'admire vraiment : aucune ne se comporte comme si c'était de la chance. Elles se comportent comme si c'était un métier. Un métier répétitif, sans gloire, avec des listes à cocher.

Morgan Housel, l'auteur de La psychologie de l'argent, l'un des rares livres de finance que j'offrirais à un ami, le résume en une phrase : « Bien réussir avec l'argent dépend un peu de votre intelligence et beaucoup de votre comportement. » J'ai relu cette phrase vingt fois et elle devient plus vraie chaque année, parce que je me suis vu être intelligent et me comporter mal, puis être moyen et me comporter bien, et seul le second cas m'a rapporté de l'argent.

Ce chapitre parle donc de la vérité ennuyeuse qui se cache derrière les histoires spectaculaires. Ensuite il parle de mes trois opérations à moi, beaucoup moins spectaculaires et beaucoup plus utiles.

Amazon : l'action n'est pas l'entreprise

En décembre 1999, le cours de l'action Amazon a touché environ 113 dollars. Moins de deux ans plus tard, il tournait autour de 6. Soit une chute de plus de 90 pour cent. Si vous aviez placé dix mille euros au sommet, il vous en serait resté moins de mille.

Or, la plupart des sociétés qui ont chuté de 90 pour cent pendant le krach des valeurs internet sont tout simplement mortes. Pets.com, Webvan, Boo.com, des centaines d'autres. La leçon paresseuse de cette période, c'est « les valeurs internet étaient une bulle ». La bonne leçon est plus intéressante : un vrai thème de long terme, internet, avait absolument raison, et la plupart des actions qui le portaient sont quand même tombées à zéro. Avoir raison sur l'avenir n'est pas la même chose qu'avoir raison sur une entreprise, et avoir raison sur une entreprise n'est pas la même chose qu'avoir raison sur le prix payé. Trois questions distinctes. La plupart des gens en posent une seule et croient avoir répondu aux trois.

Jeff Bezos a écrit sa première lettre aux actionnaires en 1997, deux ans avant le sommet, et la formule qu'il a choisie comme colonne vertébrale était : « Tout est affaire de long terme. » Il a ensuite listé ce que cela signifiait concrètement : ils prendraient leurs décisions en fonction du leadership à long terme sur le marché plutôt que du profit à court terme, ils se mesureraient au flux de trésorerie plutôt qu'aux bénéfices comptables, et ils diraient franchement aux actionnaires quand ils feraient des paris audacieux susceptibles de ne rien rapporter. Cette lettre est reproduite à la fin de chaque rapport annuel d'Amazon depuis. C'est un jeu de règles, écrites à l'avance, pour que le jour où la pression arriverait, l'entreprise n'ait

pas à décider, sous pression, quel genre d'entreprise elle était.

Quand la pression est arrivée, l'action a chuté de 94 pour cent et l'entreprise a continué d'appliquer la lettre. Bezos a raconté que pendant ces années-là, il rappelait à ses équipes que l'action n'était pas l'entreprise, que l'entreprise était l'entreprise. Vingt ans plus tard, Amazon est l'une des sociétés les plus valorisées de la planète.

Je ne vous raconte pas cela pour que vous alliez acheter la première action venue qui a chuté de 90 pour cent. Surtout pas. Virgin Galactic aussi a chuté de 90 pour cent et j'en ai gardé les cicatrices. Le propos est plus étroit : Amazon a survécu parce qu'elle avait une discipline qu'elle s'était engagée par écrit à suivre avant la crise, et cette discipline était mesurable. Le flux de trésorerie, pas les impressions. Quand j'ai enfin commencé à écrire ce que j'allais faire avant d'acheter, au lieu de décider sous pression après coup, cette lettre y était pour quelque chose.

Apple : la discipline, c'est savoir dire non

En 1997, Apple était, de l'aveu ultérieur de Steve Jobs lui-même, à environ quatre-vingt-dix jours de la panne de trésorerie. La société avait perdu près d'un milliard de dollars cette année-là. La gamme de produits était un fouillis : des dizaines de variantes de Mac avec des noms comme Performa 6400 que personne, y compris chez Apple, n'arrivait à distinguer.

Jobs est revenu, a pris les centaines de configurations de produits et a tracé une grille de deux cases sur deux sur un tableau blanc : grand public et professionnel, fixe

et portable. Quatre cases. Tout ce qui n'entrait pas dans une case a été supprimé. Des équipes entières, des gammes entières, disparues. Il a aussi accepté un investissement de 150 millions de dollars de Microsoft, l'entreprise que les fans d'Apple tenaient pour l'ennemi, parce que la fierté n'allait pas payer les factures.

Il a expliqué ce raisonnement la même année, à la conférence des développeurs d'Apple : se concentrer, ce n'est pas dire oui à la chose sur laquelle on veut se concentrer, c'est dire non aux cent autres bonnes idées. Il a plus tard confié à son biographe Walter Isaacson que décider ce qu'on ne fera pas est aussi important que décider ce qu'on fera.

Tous les investisseurs que je connais qui perdent de l'argent, moi compris, en perdent parce qu'ils disent oui trop souvent. Trop de positions. Trop de « juste une petite ». Trop d'histoires. La plus grande amélioration de mes résultats n'est pas venue d'une meilleure façon de trouver des gagnantes, mais d'un filtre qui rejette la plupart des idées avant même que j'aie le droit d'y consacrer une minute. Je l'appelle le filtre et vous le rencontrerez au chapitre 6. C'est ma grille de deux cases sur deux.

Nvidia : à trente jours de la faillite

Jensen Huang a fondé Nvidia en 1993 dans un restaurant Denny's en Californie. Pendant la majeure partie de sa première décennie, c'était un fabricant de puces en difficulté qui a plus d'une fois frôlé la mort. Il a raconté que la devise officieuse de Nvidia a longtemps été : « Notre entreprise est à trente jours de la faillite », et qu'il ouvre encore aujourd'hui ses présentations aux nouvelles recrues avec cette phrase, des décennies plus

tard, à la tête de l'une des sociétés les plus valorisées du monde.

J'adore cela parce que c'est l'inverse de la façon dont la plupart des gens gèrent leur argent. La plupart d'entre nous deviennent prudents quand ils perdent et négligents quand ils gagnent. Huang dirige l'entreprise comme si le loup était toujours à la porte, les bonnes années comme les mauvaises, et cette peur permanente de faible intensité est ce qui maintient la discipline en place quand l'action a pris 200 pour cent et que tout le monde vous traite de génie.

Vous verrez plus loin que mon processus contient une règle là-dessus. Quand une position que je détiens bondit de 15 pour cent ou plus en une seule journée sans atteindre une cible fixée à l'avance, je suis tenu de l'alléger, pas de fêter ça. Une action qui monte aussi vite sans raison n'est pas un cadeau, c'est un avertissement, et cet avertissement est le plus fort précisément au moment où tout semble merveilleux.

Buffett : la règle que vous connaissez déjà et n'appliquez jamais

Tout le monde connaît la phrase de Warren Buffett sur le fait d'avoir peur quand les autres sont avides et d'être avide quand les autres ont peur. Ce qu'on oublie, c'est où et quand il l'a dite. C'était dans une tribune du New York Times, le 16 octobre 2008, intitulée « Buy American. I Am. » La Bourse venait de connaître sa pire semaine jamais enregistrée, les banques tombaient les unes après les autres, et il publiait une lettre ouverte annonçant qu'il déplaçait son argent personnel des obligations vers les actions.

Relisez cela. Il n'a pas dit « je pense que c'est le point bas ». Il ne l'a jamais prétendu. Il a dit, en plein cœur de la panique, qu'il était incapable de prévoir le court terme, mais que la peur était l'amie de l'investisseur de long terme, et qu'il agissait en conséquence ce jour-là. Le marché a encore reculé d'environ 25 pour cent après cette tribune, jusqu'au creux de mars 2009. Puis il est monté pendant une décennie.

Ce que montre ce texte n'est pas une prévision. C'est une règle, appliquée. « Quand c'est bon marché et que tout le monde a peur, achetez, par étapes, et ne prétendez pas connaître le point bas exact. » Il avait écrit cette règle des décennies plus tôt, et en 2008 il a simplement fait ce que la règle disait, en public, alors que c'était affreux à vivre.

Mes meilleures entrées ont toutes été affreuses à vivre. Les pires ont toutes été très agréables. Si vous ne retenez qu'une chose de tout ce chapitre, retenez celle-là.

Mes trois opérations

Je vous ai promis de vraies opérations. Les voici, pas tout à fait dans l'ordre où je les ai faites, parce que la leçon compte plus que la chronologie.

Virgin Galactic : raison sur l'avenir, tort sur tout le reste

Il y a quelques années, j'ai acheté pour la première fois des actions Virgin Galactic. Le tourisme spatial, c'était l'avenir. Je le crois toujours. Virgin Galactic était la seule société pure sur ce créneau dont on pouvait acheter les actions, elle avait un vrai port spatial au Nouveau-Mexique, un vrai appareil, de vrais vols d'essai

qui avaient atteint l'espace. J'étais, selon mes propres mots de l'époque, « sincèrement impressionné » et je la trouvais largement sous-évaluée.

Voici ce que je n'ai pas fait. Je n'ai pas vérifié comment l'entreprise payait ses factures. Elle n'avait aucun chiffre d'affaires digne de ce nom, et une entreprise sans chiffre d'affaires se finance en émettant de nouvelles actions. Chaque fois qu'elle le fait, votre part de l'entreprise rétrécit un peu. C'est la dilution. Une manière discrète, légale et implacable de faire perdre de l'argent à un investisseur de la première heure pendant que l'entreprise, elle, continue.

Le cours a donc baissé. Et j'ai fait ce qui me semblait raisonnable : j'ai acheté davantage, puisque c'était moins cher. Puis il a rebaissé et j'ai encore racheté. Cinq fois au total. Chaque fois, le prix plus bas ressemblait à une meilleure affaire. Ce que je faisais en réalité, c'était acheter une part toujours plus petite d'une entreprise dont le nombre d'actions ne cessait de grimper. La société a ensuite procédé à un regroupement d'actions, une nouvelle action pour vingt anciennes, ce qui est en général le signe qu'un titre a été laminé. Le jour où j'ai enfin soldé la position, cinq ans après le premier achat, j'avais perdu 96,8 pour cent.

La phrase que j'ai écrite dans ma revue après coup est celle que je relis aujourd'hui avant toute opération sur une entreprise qui n'est pas encore rentable : le temps sauvera peut-être Virgin Galactic. Le temps ne sauvera jamais ses investisseurs dilués. Vous pouvez acheter des années trop tôt, traverser une énorme hausse, avoir raison sur la technologie, et finir malgré tout avec rien, parce que l'entreprise a survécu en offrant votre part à de nouveaux acheteurs.

Uber : pas de dossier, pas de conviction

Vous avez déjà lu celle-ci. Il y a quelques années, un mois d'avril : dix actions, un titre de presse sur les voitures autonomes, et un nouveau directeur général qui disait de jolies choses sur la croissance. Aucune raison écrite. Aucune idée de ce que je ferais si ça baissait. Aucune idée non plus de ce que je ferais si ça montait, et c'est la partie que les gens oublient. Je ne savais pas pourquoi j'étais entré, donc je ne pouvais pas savoir quand sortir.

La position est passée en perte immédiatement et j'ai vendu soixante-huit jours plus tard, en baisse de 6,3 pour cent, parce que la garder me mettait mal à l'aise et que je n'avais rien pour confronter ce malaise. L'entrée comme la sortie étaient des réflexes. Les 43 € n'avaient aucune importance. Ce qui comptait, c'est que je le voyais clairement pour la première fois : je n'avais pas de processus, et sans processus, j'allais recommencer avec des montants de plus en plus gros jusqu'à ce que ça fasse vraiment mal.

C'est cette opération qui m'a poussé à construire le processus. Tout le reste de ce livre existe grâce à dix actions d'une application de taxis.

Amazon : acheter ce que vous connaissez, quand la foule est passée à côté

À peu près à la même époque, le marché était en pleine fièvre de l'intelligence artificielle. Les fabricants de puces, les éditeurs de logiciels, tout ce qui contenait « IA » dans une conférence de résultats montait tout droit. Pas Amazon. Le titre restait là, immobile, et je trouvais cela étrange, parce que si l'on se demande quelle entreprise au monde pourrait le plus économiser et le plus améliorer ses marges grâce à l'IA et aux

robots, c'est celle qui a les entrepôts, les camionnettes de livraison, la plus grande boutique en ligne d'Occident et l'une des plus grosses activités de cloud. Cette entreprise, je la connais. Je l'utilise sans arrêt, et mon propre métier me donne une vue de l'intérieur sur la logistique du commerce en ligne. Je pouvais expliquer à ma compagne en deux phrases pourquoi j'achetais.

Je l'ai donc achetée avec un plan : je voulais un profit sous trois à six mois, et je n'allais pas rester pour un aller-retour. Cinq mois plus tard, en hausse de 15,4 pour cent, j'ai vendu. La sortie n'était pas parfaite, je n'avais pas de cible précise écrite, et cela est devenu une règle par la suite : fixez la prise de profit avant d'entrer, pour que la sortie soit une décision et non un espoir. Mais c'était calme, c'était planifié, et j'ai clôturé une gagnante au lieu de la regarder s'évaporer. La même opération reviendra. Elle est d'ailleurs revenue. J'ai racheté Amazon plus tard la même année, une nouvelle opération, cette fois avec une zone d'entrée écrite, un stop et deux cibles.

Ce que ces trois opérations ont en commun

Rien dans mon intelligence n'a changé au cours des cinq années qui séparent ces opérations. Ce qui a changé, c'est la présence ou l'absence d'un processus. Virgin Galactic, c'était une croyance sans règles. Uber, c'était un titre de presse sans règles. Amazon, c'était une raison que je pouvais expliquer, une fenêtre de temps, et la décision d'encaisser le gain.

Ray Dalio, qui a bâti le plus grand fonds spéculatif du monde, résume toute sa philosophie à une formule : la douleur plus la réflexion égalent le progrès. La douleur

seule n'est que de la douleur. J'en ai eu à revendre après Virgin Galactic et je n'ai rien appris pendant des années, parce que je ne me suis jamais assis pour réfléchir par écrit. Je suis resté longtemps à l'écart de la Bourse après cela. Quand je suis revenu, Uber a été la première perte sur laquelle j'ai vraiment écrit, et c'est pour cela qu'elle a tout changé.

Peter Lynch, qui a dirigé le fonds Magellan chez Fidelity dans les années 1980 avec une moyenne d'environ 29 pour cent par an, avait une règle si simple qu'elle ressemble à une blague : sachez ce que vous détenez, et sachez pourquoi vous le détenez. Je détenais Uber et je ne pouvais répondre ni à une moitié ni à l'autre. Je détenais Amazon et je pouvais répondre aux deux en une phrase. Devinez laquelle a réalisé un profit.

La doctrine sur laquelle je fonctionne aujourd'hui

Un jour, j'ai écrit pour la première fois ce que je crois vraiment au sujet de l'investissement. Pas encore une stratégie, seulement les principes que la stratégie devrait servir. Ils ont été retouchés depuis, mais le noyau n'a pas bougé.

Premier principe : seul mon fonds indiciel est une position à garder pour toujours. Un fonds bon marché qui suit les 500 plus grandes entreprises américaines est l'ancre de tout le reste, il reçoit de l'argent chaque mois quoi qu'il arrive, et je ne le vends jamais dans la panique. Tout ce que je détiens d'autre existe pour rapporter de l'argent puis être vendu. Acheter une belle entreprise dans la peur à un bon prix, fixer une cible, vendre, puis soit revenir plus bas, soit passer à autre chose. Être très optimiste à long terme sur une

entreprise ne m'interdit pas de la trader. Ce sont deux métiers différents.

Deuxième principe : chaque décision repose sur trois choses. Le gain comparé au risque. Ma confiance, qui doit venir de la compréhension et non d'un titre de presse. Et le timing, à quoi sert le graphique. S'il en manque une des trois, j'attends.

Troisième principe : il y a une différence entre un investissement et un pari, et elle ne tient pas au montant. Un actif récupérable, une vraie entreprise rentable ou un indice éprouvé, peut se trader à travers ses hauts et ses bas, parce que s'il chute de 30 pour cent demain, la reprise est une question de temps, pas une question de « si ». Un pari du tout ou rien ne peut pas se trader ainsi, parce qu'une chute peut être le début de la fin. Virgin Galactic était un pari que j'ai dimensionné comme un investissement. Toute mon erreur tient dans cette phrase.

Quatrième principe, et c'est celui que j'ai mis le plus longtemps à accepter : la plus grande menace pour mon argent, c'est moi. Pas le marché, pas les nouvelles, pas la Fed. Mon impulsion d'acheter près des sommets parce que ça paraît sûr quand tout le monde achète. Mon impulsion de vendre quand ça fait mal. Mon impulsion d'ajouter à une position perdante parce qu'un prix plus bas « doit » être une meilleure affaire. Un processus n'est pas là pour trouver des idées géniales. Il est là pour m'attraper, moi.

Ce que je fais concrètement

À la fin de la plupart des chapitres, je vous montrerai à quoi cela ressemble dans ma routine réelle, pour que les

idées ne restent pas abstraites. Voici la forme générale, avant d'en remplir le détail.

Chaque idée, qu'elle vienne des nouvelles, d'un graphique, d'un ami ou de ma propre tête, doit passer un filtre en trois parties avant que j'aie le droit d'y consacrer du temps sérieux : l'entreprise est-elle solide, l'environnement général est-il un vent de face ou un vent arrière, et le prix se situe-t-il à un endroit raisonnable du graphique. La plupart des idées échouent à l'un des trois points et partent sur une liste de surveillance avec une note indiquant ce qui devrait changer.

Si une idée passe, je réponds à cinq questions rapides, puis je rédige un dossier. Pas une note, un dossier, avec une thèse en une phrase, les scénarios et leurs probabilités approximatives, la taille que je m'autorise, le prix auquel j'ai tort, et le prix auquel je prends mon profit. J'y intègre mon propre contrôle de biais. Si je ne peux pas formuler proprement l'argumentaire en trois phrases, l'idée n'est pas mûre et elle retourne sur la liste.

Si le dossier est bon et que le marché dans son ensemble n'affiche pas le rouge, j'achète par étapes, jamais tout d'un coup, parce que je sais que j'ai tendance à acheter près des sommets. Je pilote la position par rapport au plan, pas par rapport à mon humeur. Je vends pour une raison légitime : cible atteinte, thèse cassée, stop touché, marché devenu euphorique, ou audit annuel concluant que la position n'a plus sa place. Jamais parce que ça fait mal.

Et quand la position se clôture, j'écris une revue qui pose deux questions : qu'est-ce que je croyais vraiment en entrant, et qu'est-ce que j'en pense vraiment

maintenant. Cette bibliothèque de réponses honnêtes est la seule chose qui s'améliore chaque année.

Voilà. C'est tout le système, et rien là-dedans ne demande du talent. Cela demande de le faire chaque fois, y compris les fois où cela paraît idiot, c'est-à-dire la plupart du temps.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Dilution. Une entreprise émet de nouvelles actions pour lever de l'argent. Chaque action existante représente désormais une part plus petite de l'entreprise. Fréquent chez les sociétés qui ne sont pas encore rentables. Ma leçon Virgin Galactic.

Moyenner à la baisse. Acheter davantage d'un titre à mesure que son prix baisse, pour faire descendre votre prix de revient moyen. Acceptable pour une entreprise rentable prise dans une panique, mortel pour une entreprise en difficulté qui se finance par dilution. Un prix plus bas n'est pas une raison en soi.

Regroupement d'actions. Échanger de nombreuses actions anciennes contre une seule nouvelle pour relever un cours effondré. En général le signe que les choses ont mal tourné.

Thèse. La raison pour laquelle vous achetez, en une phrase, que vous pourriez expliquer à un ami. Pas de thèse, pas d'opération.

Position. Ce que vous détenez sur un investissement donné. « Une position sur Amazon » veut simplement dire « quelques actions Amazon ».

Prise de profit et stop. Le prix auquel vous prévoyez de vendre avec un gain, et le prix auquel vous acceptez

d'avoir eu tort et vendez à perte. Les deux décidés avant d'acheter, pas après.

Ancre. Mon mot pour le fonds indiciel de fond, gardé pour toujours, sur lequel tout le reste repose.

Investissement contre pari. Un investissement est récupérable si vous vous êtes trompé sur le timing. Un pari ne l'est pas. Dimensionnez-les différemment.

CHAPITRE DEUX

Lire la salle. La santé du marché, le sentiment, et ceux qui le font bouger

Le jour où le marché a pris 9,5 pour cent

Le 2 avril 2025, le président américain se tenait dans la roseraie de la Maison-Blanche avec un panneau affichant les droits de douane pour presque tous les pays de la planète. Il a appelé ça le Jour de la Libération. Dans les deux séances qui ont suivi, le marché actions américain a perdu des milliers de milliards de valeur, sa plus forte chute sur deux jours depuis le krach du Covid. Puis, le 9 avril, un message est apparu, annonçant une pause de quatre-vingt-dix jours sur la plupart de ces droits de douane. Le S&P 500 a bondi de 9,5 pour cent en un seul après-midi, l'une de ses plus fortes hausses en une journée depuis 2008.

Si vous regardiez votre téléphone cette semaine-là, vous avez vécu ça comme un chaos. Rouge, rouge, rouge, et soudain la journée la plus verte depuis des années. Que faisait le marché ?

Il faisait ce qu'il fait toujours : revaloriser, en temps réel, le pari collectif de millions de gens sur ce que vaut l'avenir. Chaque titre de presse, chaque rumeur, chaque publication de données est absorbé et transformé en prix. Le marché n'est pas un lieu. C'est un

vote géant, permanent, légèrement hystérique, et ce vote est pondéré par l'émotion.

Une fois que vous acceptez ça, une grande partie de la peur disparaît, parce que vous cessez d'essayer de comprendre le marché comme une machine livrée avec sa notice et vous commencez à le lire comme une foule. Les foules ont des humeurs. Les foules ont aussi une tuyauterie : la machinerie du dessous qui doit continuer à fonctionner pour que l'ensemble tienne debout. Et les foules comptent quelques voix fortes en tête de cortège, capables de les faire tourner. Ce chapitre parle de la lecture de ces trois choses.

Les thèmes : ce dont la foule est amoureuse en ce moment

À tout moment, le marché a une poignée de thèmes, des histoires sur l'avenir que l'argent poursuit. En 1999, c'était internet. En 2007, c'était l'immobilier et tout ce qui s'y rattachait. En 2021, c'étaient les véhicules électriques, l'espace, et tout ce qui avait le mot « disruption » dans sa présentation aux investisseurs. C'est ce thème qui m'a conduit chez Virgin Galactic. Depuis 2023, c'est l'IA : d'abord les puces, puis les centres de données, puis les centrales électriques pour alimenter les centres de données, puis les logiciels censés en tirer de l'argent.

Les thèmes sont réels et ils comptent. Être du bon côté d'une tendance de vingt ans est l'un des rares avantages authentiques dont dispose un petit investisseur, parce que vous avez le droit d'attendre, ce qui n'est souvent pas le cas d'un gérant de fonds avec des objectifs trimestriels. Une partie de mon processus consiste à noter chaque entreprise sur sa trajectoire : le monde va-

t-il vers cette activité au cours des vingt à trente prochaines années, ou son avenir est-il incertain ? Une entreprise portée par un vent structurel obtient une barre plus basse à franchir. Une entreprise dont les meilleurs jours sont peut-être derrière elle, aussi beaux que soient les chiffres aujourd'hui, obtient une barre plus haute.

Mais les thèmes ont un cycle de vie, et c'est dans ce cycle que les gens se font mal. Au début, personne n'y croit. Puis quelques-uns gagnent beaucoup d'argent et le thème devient une histoire. Puis l'histoire atteint le grand public et toutes les entreprises vaguement liées se font acheter, qu'elles gagnent de l'argent ou non. Puis cela devient évident et tout le monde est dedans. Puis ça casse, non pas parce que le thème était faux, mais parce que le prix a pris des années d'avance sur la réalité. Internet avait raison. La plupart des actions internet en 2000 restaient un achat catastrophique.

Ma façon de m'en servir : un thème fait entrer une entreprise par la porte. Il ne lui obtient jamais un trade à lui seul. À l'intérieur de tout thème réel, quelques entreprises capteront l'essentiel de la valeur et une longue traîne n'en captera rien, et la différence entre les deux, ce sont les fondamentaux, sujet du prochain chapitre. Un secteur que j'aime n'est pas un plan. C'est un endroit où chercher.

Le sentiment : la peur, l'avidité, et comment mesurer une émotion

Le sentiment, c'est simplement l'humeur de la foule. Ça semble impossible à mesurer, mais c'est l'un des signaux les plus utiles qui soient, parce que l'humeur de la foule vous dit ce qui est déjà dans le prix. Quand tout

le monde est terrifié, beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà intégrées et les surprises ont tendance à être bonnes. Quand tout le monde est euphorique, les bonnes nouvelles sont dans le prix et les surprises ont tendance à être mauvaises.

L'outil que la plupart des gens utilisent est l'indice Fear and Greed publié par CNN. C'est un chiffre unique de 0 à 100, construit à partir de sept ingrédients : l'écart du marché par rapport à sa moyenne récente, le nombre d'actions qui touchent de nouveaux plus hauts contre de nouveaux plus bas, l'ampleur de la hausse, le nombre de gens qui achètent une protection avec des options, l'appétit pour les obligations plus risquées, le niveau de l'indice de volatilité que nous allons voir dans une minute, et le fait que l'argent se réfugie ou non dans des actifs sûrs comme les obligations d'État. En dessous de 25, c'est la peur extrême. Au-dessus de 75, c'est l'avidité extrême.

Ce que j'en fais est volontairement simple. En dessous de 25, c'est là que je veux être acheteur de choses auxquelles je crois déjà. Au-dessus de 75, c'est là que je veux alléger. En dessous de 15 à 20 environ, c'est la capitulation, le moment où les gens vendent parce qu'ils n'en peuvent plus, pas parce qu'il s'est passé quelque chose de nouveau, et c'est historiquement là que vivent les meilleurs points d'entrée. Je ne vais pas prétendre que c'est confortable. Les meilleures entrées sont horribles à prendre. C'est précisément ce qui en fait les meilleures.

L'erreur des débutants est de traiter le sentiment comme une prédiction. Ce n'en est pas une. La peur peut devenir plus extrême. L'avidité peut durer des mois. Le sentiment vous dit où se trouve le risque, pas quand il va se manifester. L'avidité extrême signifie que

la baisse potentielle est plus grande qu'elle n'en a l'air. La peur extrême signifie que la hausse potentielle est plus grande qu'on ne le ressent. C'est suffisant pour agir, à condition d'agir par étapes, et c'est pour ça que chacune de mes entrées est échelonnée.

Il existe une carte psychologique qui va avec, et je la garde dans mes notes de processus : capitulation, puis incrédulité, puis optimisme, puis euphorie, puis retour à la peur. Le travail n'est pas de prédire où va la foule. Il est d'être honnête sur l'endroit où elle se trouve maintenant. Situez l'actif là où il est, pas là où vous aimeriez qu'il soit.

La santé du marché : la tuyauterie

Voici l'idée qui a changé ma façon de lire un marché en baisse.

Un prix qui baisse n'est pas dangereux en soi. Les prix baissent tout le temps. Ce qui est dangereux, c'est quand la machinerie sous le marché commence à casser : quand les entreprises ne peuvent plus emprunter, quand les banques cessent de se faire confiance, quand ceux qui fournissent la liquidité du marché reculent. Ces choses apparaissent dans un petit ensemble de chiffres que la plupart des gens ne regardent jamais, et elles ont tendance à apparaître avant le krach, pas après.

J'appelle ça la tuyauterie, et je la vérifie tous les jours. Voici les jauges.

Le VIX : la jauge de la peur

Le VIX est publié par le Chicago Board Options Exchange et il mesure la volatilité que les investisseurs anticipent sur le S&P 500 pour les trente prochains

jours, à partir des prix qu'ils paient pour des options, qui sont au fond des contrats d'assurance. Quand les gens paient cher leur assurance, le VIX est élevé.

En dessous de 20, c'est le calme. De 20 à 30, c'est élevé, le marché est nerveux. De 30 à 40, c'est la peur. Au-dessus de 40, c'est la panique, et depuis la crise financière vous ne l'avez vue qu'une poignée de fois : 2008, 2010 et 2011, quelques jours en 2015, mars 2020, brièvement en août 2024, et avril 2025. Vous n'avez pas besoin de connaître les mathématiques. Vous avez besoin de savoir qu'un VIX à 14 signifie « personne ne s'inquiète », ce qui est en soi un avertissement si tout le reste est tendu, et qu'un VIX à 45 signifie « tout le monde est terrifié », ce qui est en général plus proche d'une opportunité que d'une menace, à condition que la jauge suivante aille bien.

Les spreads de crédit : les entreprises peuvent-elles emprunter ?

C'est celle qui compte le plus, et celle dont il m'a fallu le plus de temps pour trouver une explication simple. Quand une entreprise emprunte en émettant des obligations, elle paie plus d'intérêts que l'État, parce qu'elle est plus risquée. L'écart entre ce que paie une entreprise risquée et ce que paie l'État s'appelle le spread. Pour les entreprises les plus risquées, dites à haut rendement ou, moins poliment, pourries, ce spread est suivi sous forme d'un indice unique, et c'est l'opinion honnête du marché sur la question de savoir si les entreprises vont commencer à faire faillite.

Quand le spread des entreprises mal notées est inférieur à environ 4 points de pourcentage au-dessus des obligations d'État, le monde est calme. Entre 4 et 6, on surveille. De 6 à 8, c'est le stress. Au-dessus de 8,

c'est la crise, le niveau que vous avez vu en 2008 et pendant quelques semaines en 2020. Mais le niveau compte moins que la vitesse : un spread qui bondit d'un point et demi de pourcentage en quelques semaines, c'est ça le signe, parce que cela veut dire que les prêteurs ont soudain pris peur, et des prêteurs qui prennent peur, c'est comme ça qu'une baisse se transforme en krach.

La raison pour laquelle ça marche est simple. Le prix des actions, ce sont des opinions sur l'avenir. Le crédit, c'est la question de savoir si les factures seront payées ce trimestre. Quand les actions chutent et que le crédit reste calme, c'est une saute d'humeur. Quand le crédit s'écarte vite, quelque chose est réellement en train de casser.

La courbe des taux : l'alarme de récession

Les États empruntent sur des durées différentes, et normalement emprunter à dix ans coûte plus cher qu'emprunter à deux ans, parce que davantage de choses peuvent mal tourner. Quand cela s'inverse et que l'emprunt à court terme coûte plus cher que le long terme, on dit que la courbe est inversée, et elle a précédé presque toutes les récessions américaines des cinquante dernières années. On l'écrit généralement « 2s10s », le taux à dix ans moins le taux à deux ans.

Deux choses à son sujet, que j'ai mis du temps à saisir. D'abord, c'est un signal lent. Une inversion peut rester en place un an ou plus avant que quoi que ce soit n'arrive. Ensuite, et c'est le point qui piège les gens, le danger arrive souvent non pas quand la courbe s'inverse mais quand elle se désinverse, quand les taux courts chutent vite parce que la banque centrale baisse ses taux dans l'urgence. Le retour à la normale de la

courbe après une inversion profonde a souvent marqué le début des ennuis, pas leur fin.

L'ampleur du marché : est-ce que tout le monde vient à la fête ?

L'ampleur pose une question simple : combien d'actions montent réellement ? Un marché dont l'indice est au plus haut historique alors que seules dix entreprises géantes le tirent, pendant que la plupart des actions sont sous leur moyenne de long terme, est un marché qui tient sur une jambe. La jauge que je surveille est le pourcentage de grandes entreprises qui cotent au-dessus de leur moyenne mobile à 200 jours, une ligne que vous rencontrerez pour de bon au chapitre 4. Au-dessus de 60 pour cent, c'est sain. De 40 à 50, ça s'affaiblit. En dessous de 30, c'est lessivé, ce qui sonne mal mais c'est généralement là que les creux se forment.

Il existe un signal apparenté, de la vieille école, appelé jour de distribution : l'indice baisse sur un volume plus lourd que la veille. Le volume, c'est le nombre d'actions qui ont changé de mains. Une baisse sur volume lourd signifie que de gros porteurs vendent, pas seulement des particuliers nerveux. Quatre ou cinq de ces jours en quinze jours, c'est un avertissement.

L'indice MOVE, et quelques autres

Le VIX a un cousin pour le marché obligataire, l'indice MOVE. Quand il s'envole, c'est la tuyauterie de tout le système financier qui est sous tension, parce que les obligations d'État sont la référence par rapport à laquelle tout le reste est valorisé. Il existe aussi une mesure de ce que les banques se facturent entre elles pour emprunter au jour le jour, comparé au taux officiel, et elle ne donne presque jamais de fausse alerte. Et il y

a une règle empirique appelée la règle de Sahm : quand le chômage a augmenté d'un demi-point de pourcentage par rapport à son plus bas récent, une récession a en général déjà commencé.

Vous n'avez pas besoin de surveiller tout ça. Vous avez besoin de savoir que ça existe, pour que le jour où quelqu'un dit aux informations « les marchés du crédit montrent des signes de stress » ou « la courbe s'est désinversée », vous sachiez exactement ce que cela veut dire et à quel point vous devez vous inquiéter.

Correction ou krach : un événement de prix ou un événement de système

Voici comment j'utilise tout ce qui précède. Le vocabulaire du marché pour les baisses est assez précis. Un repli est une chute de 5 à 10 pour cent. Une correction, c'est 10 à 20. Un marché baissier, c'est 20 pour cent ou plus. Un krach n'est pas un pourcentage, c'est une vitesse : une chute rapide et désordonnée, où les gens vendent parce qu'ils y sont obligés, pas parce qu'ils le veulent.

Une correction est un événement de prix. Un krach est un événement de système. Ils peuvent se ressembler le premier jour, et c'est la tuyauterie qui permet de les distinguer. Si les prix baissent et que le VIX monte, mais que les spreads de crédit restent calmes et que l'ampleur reste intacte, c'est une saute d'humeur, et les sautes d'humeur dans un marché sain sont l'endroit où je veux acheter de la qualité par étapes. Si les prix ne baissent qu'un peu mais que les spreads s'écartent vite, que les banques sont nerveuses et que l'indice MOVE s'envole, même une baisse superficielle est un

avertissement, et je veux d'abord protéger, acheter plus tard.

Le krach du Covid en 2020 est l'exemple parfait des deux à la fois. Le S&P 500 a perdu environ 34 pour cent en 33 jours, la chute la plus rapide de cette ampleur de l'histoire. Les spreads de crédit ont explosé. C'était un vrai événement de système, et puis les banques centrales et les gouvernements y ont jeté plus d'argent qu'on n'en avait jamais jeté sur quoi que ce soit, et le marché a fait volte-face pour inscrire de nouveaux plus hauts en quelques mois. La leçon n'est pas « achetez tous les krachs ». La leçon, c'est que la politique économique peut renverser une panique du jour au lendemain, et que le retour au calme de la tuyauterie est le vrai feu vert, pas les titres de presse.

La leçon inverse vient du Japon. L'indice Nikkei a culminé en décembre 1989 et n'a pas retrouvé ce niveau pendant plus de trois décennies. « L'indice finit toujours par se redresser » est une hypothèse bâtie sur l'histoire américaine. C'est une bonne hypothèse pour un large fonds indiciel américain, et c'est pour ça que c'est mon point d'ancrage. Ce n'est pas une loi de la physique.

Je tiens un simple feu du marché sur tout ça : vert, orange, rouge. Il est noté sur six catégories : la valorisation, le crédit, l'ampleur, le sentiment, l'économie, et les cryptos, parce que c'est dans les cryptos que les premières fissures de l'appétit pour le risque apparaissent. Quand le feu est vert, je peux ouvrir de nouvelles positions normalement. Quand il passe à l'orange, ma barre pour une nouvelle position monte : seules les idées à plus forte conviction passent, et les positions fragiles que je détiens déjà sont allégées en premier. Quand il est rouge, je n'ouvre rien de neuf, je remonte mes stops pour protéger ce que j'ai, et je

rédige une liste de courses des excellentes entreprises que je veux posséder à des prix plus bas, pour que le jour où la capitulation arrive, j'achète à partir d'une liste et non d'une émotion. Protéger la base, garder l'ancre, préparer les munitions, et acheter la peur par tranches.

Deux avertissements, que j'ai appris à mes frais. Un moniteur toujours au rouge est aussi inutile qu'un moniteur toujours au vert. Si votre système annonce « danger » toutes les semaines, soit vous l'ignorerez, soit vous n'investirez jamais, et Peter Lynch avait raison : on a perdu bien plus d'argent à se préparer aux corrections que dans les corrections elles-mêmes. L'alerte maximale doit être rare, sinon c'est du bruit. Et un marché calme au niveau de la tuyauterie pendant que l'indice dérive vers le bas est une opportunité d'achat déguisée en menace. Mon propre feu du marché est resté à l'orange pendant près de trois semaines cet été alors que le crédit et l'ampleur étaient parfaitement sains, et j'ai regardé passer deux bons points d'entrée parce que j'avais construit une règle trop nerveuse.

Ceux qui font bouger les marchés

Certaines personnes sont l'actualité. Quand elles parlent, les prix bougent en quelques secondes, et on ne peut pas lire le marché des années 2020 sans en tenir compte.

En mai 2020, Elon Musk a publié sept mots en anglais, « Tesla stock price is too high imo », soit « le cours de Tesla est trop élevé à mon avis », et Tesla a chuté d'environ 10 pour cent dans les heures qui ont suivi, effaçant des milliards de la valeur d'une entreprise qu'il dirigeait. Les droits de douane du Jour de la Libération

par lesquels j'ai ouvert ce chapitre ont été annoncés par le président puis suspendus par le président, et ces deux mouvements ont secoué les marchés plus qu'aucune publication de données économiques depuis dix ans. Quand Jensen Huang donne une conférence, les prévisions qu'il livre font bouger non seulement Nvidia mais toutes les entreprises de puces, tous les constructeurs de centres de données et, parce que les puces sont devenues une part si importante de l'indice américain, le marché tout entier.

L'erreur est de traiter ce que disent ces gens comme une analyse. Ce n'est pas une analyse. C'est un événement, comme une tempête. Ma règle est de lire entre les lignes et de regarder la suite, pas le premier titre. Un message n'est pas une politique. Un rétropédalage en quelques jours est le schéma normal, pas l'exception, et le marché l'a appris aussi, c'est pourquoi la deuxième annonce fait souvent moins bouger les prix que la première. Séparez le signal du bruit, et ne dimensionnez jamais une position sur un tweet.

Il y a une deuxième catégorie, plus discrète : les dirigeants des entreprises que je détiens réellement. Pour ceux-là, ce qu'ils disent m'intéresse, mais uniquement au sujet de leur propre entreprise. Un patron qui dit que la demande est forte et que les marges s'améliorent, c'est un signal. Un patron qui dit que le marché le sous-évalue, c'est du bruit, parce que tous les patrons disent ça.

Et il y a une troisième catégorie que je garde exprès : les baissiers. Une poignée d'investisseurs qui ont fait carrière en repérant ce qui casse, des gens comme Michael Burry, qui avait raison sur 2008 et qui a été en avance sur la plupart des choses depuis, ou Jim Chanos,

qui lit des comptes comme un détective lit une scène de crime. Je ne trade pas non plus sur ce qu'ils disent. Leur rôle dans mon processus est de fournir l'argument contre ce que je m'apprête à acheter, parce que j'ai remarqué que toutes les sources que je suis naturellement sont haussières, et une pièce pleine de haussiers n'est pas une recherche. Aucune voix isolée, haussière ou baissière, n'a le droit de faire bouger ma confiance de plus d'un cran.

Les résultats : les quatre fois par an où la vérité sort

Tous les trois mois, les entreprises cotées doivent publier leurs résultats. En Amérique, les saisons commencent à la mi-janvier, en avril, en juillet et en octobre, et pendant environ six semaines à chaque fois le marché est dominé par les entreprises qui publient. C'est le moment où l'histoire rencontre les chiffres.

Le vocabulaire est simple une fois décodé. Avant la publication, les analystes publient leurs attentes, appelées le consensus. Une entreprise qui fait mieux que le consensus a battu les attentes. Moins bien que le consensus, elle les a manquées. Mais il y a une troisième chose, et elle compte plus que les deux autres : les prévisions, ce que l'entreprise annonce pour le trimestre ou l'année qui vient. Une société peut battre les attentes ce trimestre et chuter de 10 pour cent parce qu'elle a donné des prévisions plus basses pour le suivant. Les prévisions l'emportent sur le trimestre, à chaque fois.

Maintenant la partie contre-intuitive, que j'ai apprise avec mes propres positions puis testée sur des années d'histoire. Un bon résultat bien annoncé à l'avance fait

souvent baisser le cours. La raison, c'est que la bonne nouvelle était attendue, donc le prix est monté dans les jours précédents, et une fois la nouvelle confirmée, il ne reste plus personne pour acheter. La formule des traders est « acheter la rumeur, vendre la nouvelle ». Je l'ai vérifiée sur Amazon : sur six trimestres récents consécutifs, Amazon a battu les attentes et l'action a baissé sur cinq d'entre eux. Les chiffres de livraisons trimestriels de Tesla, un événement programmé que je surveille parce que je détiens le titre, ont suivi le même chemin, cinq réactions négatives sur six, dont un rapport de livraisons récent qui dépassait largement les attentes et qui a produit une baisse d'environ 7,5 pour cent, parce que les quatre jours précédents avaient déjà intégré la nouvelle dans le prix.

D'où ma règle aujourd'hui : si je conserve une position à travers un événement programmé, c'est un choix délibéré, pas le réglage par défaut. La montée qui précède l'événement est le paiement. J'allège dedans. Et un résultat qui bat les attentes mais qui se fait vendre ensuite n'est pas une thèse cassée, c'est le schéma habituel, et souvent une occasion de rentrer à nouveau. J'ai vendu ma position Amazon en plein dans une de ces journées de vente de la nouvelle, parce que je voulais le gain planifié plus que je ne voulais parier sur la publication. Cet instinct est maintenant couché par écrit sous forme de règle.

Guerres et géopolitique : ce qui bouge vraiment

Quand quelque chose d'effrayant se produit dans le monde, la tentation est de tout vendre. L'histoire dit que c'est presque toujours une erreur, et la raison en est

que la réaction du marché à la géopolitique suit un schéma qui s'apprend.

J'ai eu une leçon en direct il n'y a pas si longtemps, quand le Golfe est devenu une zone de guerre et a produit, au fil des mois suivants, une série d'embrasements et de cessez-le-feu autour du détroit d'Ormuz, le canal étroit par lequel passe un cinquième du pétrole mondial. J'ai consigné chaque épisode, et à l'été j'avais un manuel de jeu qui avait tenu quatre fois sur quatre.

Le pétrole a bougé en premier et le plus fort, en hausse de 4 à 7 pour cent le jour de chaque embrasement, parce que le pétrole est la seule chose qu'une guerre du Golfe menace directement. L'indice de volatilité a sursauté mais n'a jamais dépassé 25, ce qui me disait que la tuyauterie allait bien. Le Bitcoin, que les gens aiment appeler l'or numérique, a baissé avec tout le reste, et l'or lui-même a en fait reculé le jour de l'annonce dans trois des quatre épisodes, parce que quand les gens ont peur ils vendent ce qu'ils peuvent, pas ce qu'ils devraient, et l'or est facile à vendre. Les spreads de crédit ont à peine bougé. Et dans tous les cas la panique s'est dissipée en une à trois séances.

La vue d'ensemble racontait la même histoire sur un horizon plus long. La phase aiguë, dans les premières semaines, a vu le brut Brent grimper de plus de 50 pour cent en un mois, jusqu'à environ 120 dollars, le S&P perdre à peu près 8 pour cent, et le Bitcoin, loin de jouer le rôle de couverture, se situer environ 35 pour cent sous ses précédents plus hauts. Puis un cessez-le-feu a produit une hausse de 11 pour cent en neuf jours. Puis des mois de va-et-vient fragile.

Ce que j'en ai retiré, écrit dans mes notes sous forme de règle : acheter la purge sur les actions et les cryptos, ne pas courir après la flambée du pétrole, et ne jamais courir après une histoire de « valeur refuge » sur l'or le jour de l'annonce. C'est le crédit qui distingue les deux cas, à chaque fois sans exception. Si les spreads restent calmes, une guerre est un événement de prix. Si les spreads cassent, c'est devenu un événement de système, et tout change.

Ce n'est pas moi qui fais le malin. C'est le même schéma qu'ont suivi la crise des missiles de Cuba, les guerres du Golfe et le 11 septembre. Les marchés détestent l'incertitude, intègrent le pire scénario très vite, puis, une fois que la forme de la chose est claire, reviennent à ce qui les intéresse : les résultats et les taux d'intérêt. Howard Marks, l'un des meilleurs investisseurs vivants, a intitulé une note en 2001 avec la phrase que j'utilise désormais pour tout ça : vous ne pouvez pas prédire, vous pouvez vous préparer.

Ce que je fais concrètement

Chaque après-midi de semaine, avant de regarder la moindre action, je lis la salle. Le sentiment d'abord : le chiffre de peur et d'avidité, et sa place sur la carte. Puis la tuyauterie : le VIX, le spread des obligations pourries, la courbe des taux, l'ampleur, et l'indice MOVE, chacun face à ses seuils. Puis les thèmes et les valeurs qui bougent : vers quoi le marché tourne-t-il, de quoi s'éloigne-t-il, quelqu'un a-t-il dit quelque chose, et y a-t-il une date de résultats ou une réunion de banque centrale à venir pour l'une de mes positions.

Cela produit le feu du marché. Vert, orange ou rouge, avec une raison en une ligne que je pourrais expliquer à

ma compagne. C'est seulement après ça que j'ai le droit de regarder les opportunités, et le feu décide de la hauteur de ma barre. Une entreprise brillante à un prix formidable un jour rouge reste un non, parce que la discipline individuelle ne vaut rien si le marché tout entier est en train de casser.

Cela prend vingt minutes. Ce sont les vingt minutes qui m'ont empêché de rester la personne qui a vendu Uber parce que ça faisait mal.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Sentiment. L'humeur de la foule. Mesurée par l'indice Fear and Greed (0 à 100). En dessous de 25, peur extrême ; au-dessus de 75, avidité extrême.

Capitulation. Le moment où les porteurs effrayés abandonnent et vendent quel que soit le prix. Généralement le creux, toujours horrible.

VIX. L'indice de volatilité, ou indice de la « peur ». En dessous de 20, calme ; au-dessus de 30, peur ; au-dessus de 40, panique.

Spread de crédit. Le surcroît d'intérêts que les entreprises risquées paient pour emprunter par rapport à l'État. Quand il s'écarte vite, les prêteurs ont peur et une baisse peut devenir un krach.

Haut rendement / obligations pourries. Les obligations des emprunteurs les plus risqués. Leur spread est l'opinion honnête du marché sur le risque de faillites à venir.

Courbe des taux / 2s10s. Le taux d'État à dix ans moins celui à deux ans. Inversée (négative), c'est un avertissement de récession ; la désinversion après une

inversion profonde est souvent le moment où les ennuis arrivent.

Ampleur. Le nombre d'actions qui participent à un mouvement. Un plus haut historique avec une ampleur faible, c'est un marché sur une jambe.

Volume. Le nombre d'actions qui ont changé de mains. Un mouvement sur volume lourd est réel ; sur volume léger, il est suspect.

Repli / correction / marché baissier / krach. 5 à 10 pour cent, 10 à 20, 20 et plus, et « rapide et désordonné » respectivement. Une correction est un événement de prix ; un krach est un événement de système.

Consensus, battre, manquer, prévisions. Ce que les analystes attendent, mieux qu'attendu, moins bien, et ce que l'entreprise annonce pour l'avenir. Ce sont les prévisions qui comptent le plus.

Vendre la nouvelle. Une action qui monte avant un bon événement attendu et qui chute quand il est confirmé. Un taux de base, pas un bug.

Celui qui fait bouger le marché. Une personne dont les mots sont un événement en eux-mêmes. Lisez la suite, pas le titre.

Tuyauterie. Mon mot pour les jauges de crédit et de liquidité qui vous disent si le système fonctionne sous les prix.

CHAPITRE TROIS

Lire une entreprise. Les fondamentaux sans le jargon

L'entreprise qui a battu toutes les prévisions trimestrielles et a failli me tuer quand même

En 2021, si vous aviez regardé les rapports trimestriels de Virgin Galactic, vous auriez trouvé une entreprise qui faisait ce qu'elle annonçait. Les vols d'essai avaient lieu. Les jalons étaient cochés. Richard Branson lui-même est allé dans l'espace en juillet de cette année-là, et l'action a connu deux énormes sommets dans l'année, un en février et un dans les semaines qui ont précédé son vol. Chaque communiqué de presse était une victoire.

Et en dessous, le seul chiffre qui comptait partait tranquillement dans la mauvaise direction. Le nombre d'actions. Pendant les années où je l'ai détenue, le nombre d'actions en circulation n'a cessé d'augmenter, parce qu'une entreprise sans véritable chiffre d'affaires paie ses ingénieurs et ses factures de carburant en vendant de nouveaux morceaux d'elle-même à de nouveaux investisseurs. L'entreprise progressait. Ma part rétrécissait. Je n'ai jamais regardé, parce que je ne savais pas que c'était cela qu'il fallait regarder.

Voilà ce que sont les fondamentaux : la poignée de chiffres qui vous disent si une entreprise est réelle, si elle se renforce ou s'affaiblit, et si le prix qu'on vous demande de payer a le moindre rapport avec ce que vous recevez. Ce n'est pas de la comptabilité. Vous n'avez pas besoin de lire un bilan ligne par ligne. Vous avez besoin d'une poignée de questions, et ce chapitre, ce sont ces questions, en français simple, avec les mots que le secteur utilise pour que vous puissiez les reconnaître dans la nature.

D'abord, qu'achetez-vous vraiment ?

Une action est une part d'une entreprise. Pas un billet de loterie, pas un symbole sur un écran, un droit légal sur une fraction des profits et des actifs de l'entreprise. Si une entreprise compte un milliard d'actions et que vous en détenez une, vous possédez un milliardième de tout ce qu'elle gagne, aussi longtemps que vous la gardez.

Cela paraît évident, et il m'a fallu cinq ans et une perte de 97 pour cent pour me comporter comme si c'était vrai. Parce que si une action est une part, deux choses en découlent immédiatement. Premièrement, l'entreprise doit valoir quelque chose, ce qui signifie qu'elle doit gagner de l'argent, ou avoir un chemin crédible vers l'argent. Deuxièmement, le nombre de parts compte. Si l'entreprise double son nombre d'actions, votre part est divisée par deux, même si l'entreprise est exactement la même.

Peter Lynch résumait cela par « sachez ce que vous possédez », et j'ajouterais quelques mots : sachez ce que vous possédez, et sachez combien il existe de parts.

La capitalisation : le prix de l'ensemble

La capitalisation est le chiffre le plus simple de la finance et celui que les gens utilisent le plus mal. C'est le cours de l'action multiplié par le nombre d'actions. C'est ce que le marché dit que l'entreprise entière vaut aujourd'hui.

La raison pour laquelle elle compte plus que le cours de l'action, c'est que le cours pris isolément ne vous dit rien. Une action à 10 dollars n'est pas moins chère qu'une action à 1 000 dollars. Les actions A de Berkshire Hathaway coûtent plusieurs centaines de milliers de dollars chacune et ce n'est pas une entreprise chère ; elle n'a simplement jamais divisé ses actions. Une action à 50 centimes dans une entreprise qui compte dix milliards d'actions, c'est une entreprise de cinq milliards d'euros. Pensez toujours en capitalisation, jamais en cours de l'action.

Le secteur classe les entreprises par taille, et la taille change leur comportement. Les géantes, de quelques centaines de milliards de dollars jusqu'aux milliers de milliards, bougent lentement, sont suivies par des dizaines d'analystes et sont très difficiles à bousculer. Les grandes caps, quelques dizaines de milliards, restent profondes et liquides. Les moyennes caps, quelques milliards, et les petites caps, en dessous de deux milliards, sont là où vivent les grands mouvements en pourcentage dans les deux sens, là où un seul fonds qui vend peut faire bouger le prix, et là où se produisent les histoires de pump and dump du chapitre suivant.

Mon processus utilise la taille directement. Le premier niveau de qualité dans mon système exige, entre autres, de valoir au moins 500 milliards de dollars, et les entreprises à mille milliards obtiennent un jeu de règles

un peu plus souple, parce qu'une entreprise de cette taille avec un vrai produit et de vraies liquidités est, d'après mon expérience, ce qui se rapproche le plus d'un actif récupérable. Si elle chute de 20 pour cent après un mauvais trimestre, c'est un prix auquel acheter, pas une raison de paniquer. Une entreprise de deux milliards de dollars qui chute de 20 pour cent, cela peut être le début de la fin. Même pourcentage, sens complètement différent, et la différence, c'est la taille.

Pourquoi la capitalisation ne veut pas dire la même chose selon les secteurs

C'est le passage qui embrouille tout le monde, alors soyons concrets. Aujourd'hui, un grand fournisseur d'électricité américain peut valoir 80 milliards de dollars et gagner 4 milliards par an. Une entreprise de logiciels peut valoir 80 milliards et gagner 1 milliard. Le marché valorise l'une à vingt fois son profit et l'autre à quatre-vingts fois. Le marché est-il fou ?

Non. Il valorise trois choses qui diffèrent selon le secteur. La croissance : l'entreprise de logiciels peut doubler son profit en quatre ans, le fournisseur d'électricité croîtra à peu près au rythme de l'économie. Les marges et le capital : l'entreprise de logiciels n'a presque besoin de rien pour vendre un exemplaire de plus, le fournisseur d'électricité doit construire une centrale. La cyclicité : un fournisseur d'électricité gagne à peu près la même chose en récession, le profit d'un fabricant de puces peut être divisé par deux. Un dollar de profit qui croît vite, qui ne coûte rien à produire et qui ne disparaît jamais vaut beaucoup plus qu'un dollar de profit stable, coûteux et qui s'évapore en cas de ralentissement.

Ainsi une banque, valorisée surtout sur les actifs qu'elle détient, peut se traiter à une fois sa valeur comptable. Une compagnie pétrolière peut se traiter à huit fois ses bénéfices parce que personne ne fait confiance à la durabilité de ces bénéfices. Une jeune entreprise technologique peut se traiter à vingt fois ses ventes, sans même parler de ses profits, parce que le marché parie sur la direction que prennent les ventes. Aucun de ces chiffres n'est « juste ». Ce sont les raccourcis du marché pour la croissance, le risque et les besoins en capital du secteur, et l'exercice ne consiste pas à comparer une banque à une entreprise de logiciels, il consiste à comparer une entreprise à son propre secteur et à sa propre histoire.

Le PER et ses cousins : ce que vous payez pour un euro de profit

Le PER, le rapport cours sur bénéfices, c'est la capitalisation divisée par le profit annuel. Ou, ce qui revient au même, le cours de l'action divisé par le profit par action. Un PER de 20 signifie que vous payez vingt euros pour chaque euro que l'entreprise gagne cette année. Retournez-le et il vous donne le rendement des bénéfices : à un PER de 20, vous obtenez 5 pour cent de rendement en profit sur le prix, avant même de considérer si ce profit croît.

Quelques variantes que vous entendrez. Le PER historique utilise les douze derniers mois de profit réel. Le PER prospectif utilise ce que les analystes attendent pour les douze prochains mois, et c'est celui qui compte pour les entreprises de croissance, parce que vous achetez l'avenir. Le ratio PEG divise le PER par le taux de croissance, si bien qu'une entreprise à un PER de 30 qui croît de 30 pour cent par an a un PEG de 1, et une

entreprise à un PER de 30 qui croît de 10 pour cent a un PEG de 3. Grossièrement, un PEG inférieur à 1 est bon marché au regard de sa croissance, au-dessus de 2 il est cher. J'ai regardé Meta un été, et l'une des choses qui lui a fait passer mon filtre fondamental était un PEG inférieur à 1 : une énorme entreprise à un PER prospectif inférieur à 18 tout en faisant encore croître son profit à bon rythme. C'est le chiffre qui parle, pas l'histoire.

Ce que le PER ne vous dit pas, c'est si le B est réel, ce qui est la question suivante, et si le multiple est élevé ou faible pour cette entreprise-là, ce que vous ne pouvez savoir qu'en le comparant à son propre passé. Une entreprise qui s'est traitée entre 20 et 40 fois ses bénéfices pendant une décennie et qui est à 22 est bon marché pour elle-même. Une entreprise qui s'est traitée entre 8 et 15 et qui est à 22 est chère pour elle-même. Bon marché et cher sont toujours relatifs au secteur et à l'histoire de l'entreprise, jamais absolus. Le marché ne doit à aucune entreprise un PER de 15.

Une dernière chose. Les taux d'intérêt changent ce que devrait être chaque PER. Quand vous pouvez obtenir 5 pour cent sans risque sur une obligation d'État, un rendement des bénéfices de 3 pour cent (un PER de 33) paraît ridicule. Quand les taux sont à 1 pour cent, il paraît correct. C'est pourquoi la hausse des taux d'intérêt écrase d'abord les actions les plus chères, et c'est le pont vers le chapitre 5.

Le flux de trésorerie disponible : le chiffre qui ne peut pas mentir longtemps

Le profit est une opinion. La trésorerie est un fait. C'est un vieux dicton de comptables et c'est la phrase la plus importante de ce chapitre.

Le profit déclaré d'une entreprise, ses bénéfices, est calculé selon des règles comptables qui laissent beaucoup de marge. Quand vous dépensez de l'argent pour un bâtiment ou une machine, les règles vous permettent d'étaler ce coût sur des années, si bien que le profit de cette année paraît meilleur que le solde bancaire de cette année. Quand vous vendez quelque chose à crédit, cela compte comme du chiffre d'affaires aujourd'hui même si l'argent arrive plus tard, ou jamais. Il y a des raisons honnêtes à tout cela, et il y en a de malhonnêtes, et vues de l'extérieur elles peuvent se ressembler à s'y méprendre.

Le flux de trésorerie disponible tranche dans le vif. C'est l'argent que l'entreprise a réellement généré par son exploitation, moins l'argent qu'elle a dû dépenser en équipements et en bâtiments pour continuer à tourner. Ce qui reste est ce que l'entreprise pourrait, en théorie, remettre aux actionnaires, utiliser pour rembourser sa dette ou réinvestir. C'est beaucoup plus difficile à truquer que le profit, parce que l'argent est arrivé sur le compte en banque ou il n'est pas arrivé.

Bezos a construit toute la philosophie financière d'Amazon là-dessus. Dans sa lettre aux actionnaires de 2004, il écrivait que la mesure financière ultime d'Amazon, celle qu'ils voulaient le plus faire progresser sur le long terme, était le flux de trésorerie disponible par action, pas les bénéfices. Non parce que les

bénéfices n'avaient pas d'importance, mais parce qu'on ne peut pas dépenser des bénéfices. Mon filtre fondamental exige un flux de trésorerie disponible positif ou au moins crédible avant que je regarde plus loin, et c'est le premier endroit où je vais quand les profits d'une entreprise ont l'air bons mais que quelque chose me gêne.

Voici un exemple réel qui montre pourquoi. Un été, j'ai passé l'une des plus grandes entreprises du monde dans mon processus. Les chiffres affichés étaient spectaculaires : des dizaines de milliards de flux de trésorerie disponible sur l'année écoulée, une trésorerie nette de plus de cent milliards, un nombre d'actions en baisse. Un passage sans faute, me suis-je dit. Puis, en vérifiant les sources, j'ai découvert que le trimestre le plus récent avait été le premier trimestre à flux de trésorerie disponible négatif depuis son introduction en Bourse plus de vingt ans plus tôt, qu'elle avait suspendu le rachat de ses propres actions et qu'elle avait annoncé une très importante émission d'actions pour financer ses dépenses en intelligence artificielle. Les chiffres de l'année écoulée étaient vrais et complètement trompeurs, parce que la tendance venait de basculer. J'ai rétrogradé le filtre de « validé » à « limite » et je l'ai mise sur une liste de surveillance. Rien dans le cours de l'action ne m'avait dit tout cela. Le tableau des flux de trésorerie, si.

Le bilan en un paragraphe

Vous en avez besoin de deux choses. L'entreprise a-t-elle plus de liquidités que de dettes, ce qu'on appelle une trésorerie nette, ou plus de dettes que de liquidités, ce qu'on appelle une dette nette ? Et peut-elle payer confortablement les intérêts de cette dette avec ses profits ? Une entreprise en trésorerie nette peut

survivre à une mauvaise année ou deux et peut racheter ses actions quand elles sont bon marché. Une entreprise lourdement endettée va bien quand tout va bien et devient fragile quand tout va mal, parce que la dette se moque de vos excuses. La crise de 2008 était, au fond, une leçon sur le fait que l'effet de levier plus la corrélation, c'est le tueur : quand tout le monde est endetté et que tout chute en même temps, la liquidité disparaît exactement au moment où elle est nécessaire. Je suis prêt à détenir une entreprise avec un peu de dette. Je ne suis pas prêt à en détenir une dont la survie dépend du fait que les marchés du crédit restent ouverts.

Dilution et rachats d'actions : votre part grandit-elle ou rétrécit-elle ?

Maintenant le chiffre que je n'ai jamais regardé. Le nombre d'actions en circulation, et, plus important que le nombre, sa direction.

Si le nombre d'actions augmente, l'entreprise émet de nouvelles actions : pour payer le personnel, pour financer des pertes, pour faire des acquisitions. Chaque nouvelle action rend la vôtre plus petite. Vingt pour cent d'actions en plus, cela veut dire que votre part vaut vingt pour cent de moins de l'entreprise, avant même que l'entreprise ait fait quoi que ce soit. Une entreprise qui perd de l'argent et émet des actions pour financer ces pertes est, du point de vue de l'actionnaire, une fuite lente. Virgin Galactic était une fuite lente que je n'arrêtais pas de remplir. Quand j'ai regardé une entreprise de piles à combustible qui venait d'annoncer un chiffre d'affaires en hausse de 165 pour cent et son tout premier trimestre bénéficiaire, le chiffre que j'ai entouré était celui du nombre d'actions, en hausse de

près de 25 pour cent en un an. Entreprise impressionnante, part moins bonne. Elle est allée sur la liste de surveillance, pas dans le portefeuille.

Si le nombre d'actions baisse, l'entreprise rachète ses propres actions, ce qui fait de chaque action restante une part plus grosse. Apple a dépensé plus de 700 milliards de dollars pour racheter ses propres titres depuis 2012, plus que la valeur totale de la plupart des entreprises, et c'est une grande part de la raison pour laquelle son profit par action a crû plus vite que son profit. Les rachats ne sont pas automatiquement une bonne chose : une entreprise qui rachète des actions chères gaspille de l'argent. Mais une entreprise qui génère de vraies liquidités et réduit régulièrement son nombre d'actions fait exactement l'inverse de ce que Virgin Galactic m'a fait.

Ma règle a donc maintenant deux moitiés. Avant d'acheter, je vérifie la trajectoire du nombre d'actions sur les dernières années. Et à chaque renforcement, je la vérifie de nouveau, parce qu'une entreprise peut se mettre à diluer après votre achat. « Pas de dilution imminente » est inscrit dans mon filtre fondamental comme condition de passage, et « dilution à venir » est un échec, point final, quelle que soit la qualité de l'histoire.

La douve : pourquoi certaines entreprises restent excellentes

Warren Buffett a popularisé l'idée de douve économique : ce qui empêche les concurrents de prendre les profits d'une excellente entreprise. Un château entouré d'une large douve peut être attaqué toute la journée et tenir debout. Un excellent produit sans douve est copié en

deux ans et ses marges sont laminées par la concurrence.

Les douves prennent quelques formes et vous pouvez apprendre à les repérer. Les effets de réseau, où le produit s'améliore à mesure que plus de gens l'utilisent, si bien que le leader prend le large : une place de marché, un réseau de paiement, une plateforme sociale. Les coûts de changement, où partir est si douloureux que les clients restent même quand ils sont agacés : un logiciel professionnel qui fait tourner toute votre entreprise, un compte bancaire avec tous vos prélèvements. L'avantage de coût, où l'échelle vous permet de vendre moins cher que tout le monde en gagnant quand même de l'argent : c'est la logistique d'Amazon, les achats de Costco, les usines de TSMC. La marque, où les gens paient plus pour la même chose à cause de ce que cela dit d'eux : Apple, Ferrari, Hermès. Et la réglementation ou les licences, où l'État a de fait limité la concurrence : les services publics, les aéroports, certains fournisseurs de la défense.

Une douve, c'est la différence entre une entreprise qui gagnera encore de l'argent dans dix ans et une entreprise qui vient simplement de faire une bonne année. C'est la raison pour laquelle mon premier niveau de qualité exige « une douve » à côté de la taille et du flux de trésorerie, et c'est la raison pour laquelle je passe plus de temps à demander « qui pourrait prendre cela ? » qu'à demander « à quelle vitesse cela croît-il ? ». La croissance sans douve, c'est une cible peinte dans votre dos.

Les gens derrière l'entreprise

J'ai été lent à prendre cela au sérieux, parce que cela paraît flou. Cela ne l'est pas. La meilleure question que vous puissiez poser sur une direction est celle-ci : fait-elle ce qu'elle dit qu'elle va faire ?

Chaque trimestre, les entreprises donnent des prévisions. Chaque trimestre, vous pouvez vérifier si elles les ont atteintes. Une équipe de direction qui a atteint ou dépassé ses propres prévisions six trimestres d'affilée a gagné le droit qu'on la croie pour le septième. Une équipe qui promet et déçoit sans arrêt, si charismatique que soit le patron, ne l'a pas gagné. C'est vérifiable, cela prend dix minutes, et presque personne ne le fait. Il en existe une version plus subtile : une entreprise peut battre son chiffre de bénéfices chaque trimestre et manquer quand même chaque promesse stratégique qu'elle fait. Regardez les promesses, pas seulement le chiffre.

Ensuite, l'engagement personnel. Les fondateurs qui possèdent encore une grosse part de l'entreprise se comportent différemment des dirigeants salariés avec un plan de bonus sur trois ans. Pas toujours mieux, les fondateurs peuvent être têtus, mais leur argent est du même côté de la table que le vôtre. Et surveillez ce que les initiés font de leurs propres actions. Les dirigeants vendent pour mille raisons : une maison, un divorce, la fiscalité, la diversification. Ils achètent pour une seule : ils trouvent que c'est bon marché. L'achat d'initiés est un signal. La vente d'initiés est du bruit, sauf quand c'est tout le monde en même temps.

Ensuite l'allocation du capital, ce qui veut simplement dire : quand cette entreprise gagne de l'argent, qu'en fait-elle ? Réinvestir dans l'activité avec de bons

rendements, rembourser la dette, racheter des actions quand elles sont bon marché, verser des dividendes ? Ou faire des acquisitions coûteuses, racheter des actions au sommet et payer les dirigeants en toujours plus d'actions ? Une excellente entreprise dirigée par un mauvais allocateur saigne lentement. C'était le cœur de ma décision de réduire une position dans une entreprise dont toute la thèse reposait sur le fait qu'elle ne vendrait jamais son actif principal. Quand elle en a vendu une partie, à deux reprises, la thèse était morte, et j'ai réévalué la position de quatre étoiles à deux dans la même semaine, non parce que le prix avait bougé mais parce que les gens avaient changé ce qu'ils faisaient.

Il y a un dernier élément humain et ce sont les valeurs qui bougent du chapitre précédent. Quand le patron d'une entreprise que vous détenez est aussi quelqu'un qui fait bouger les marchés avec un message, vous détenez deux choses : l'entreprise et la personne. Valorisez les deux.

Qu'est-ce qui est déjà dans le prix ?

C'est la question qui sépare les gens qui comprennent les marchés de ceux qui connaissent simplement des faits sur des entreprises, et c'est le dernier filtre de ma vérification fondamentale.

Tout ce que vous pouvez lire sur une entreprise est aussi lisible par des millions d'autres. Si vous savez que le chiffre d'affaires de Nvidia croît vite, tout le monde le sait, et cette croissance est déjà dans le prix. Votre opinion sur une entreprise ne compte comme investissement que si elle diffère de celle de la foule, ou si vous êtes prêt à attendre plus longtemps que la foule.

Je m'oblige donc à passer une courte liste de contrôle avant d'avoir le droit d'employer les mots « sous-évaluée » ou « potentiel de hausse ». Qu'attend le consensus, et en quoi ma vision diffère-t-elle ? Où se situe la valorisation par rapport à l'histoire de l'entreprise elle-même ? Si elle paraît bon marché en apparence mais se situe au milieu de sa propre fourchette historique, elle est déjà dans le prix. Quel mouvement le marché des options implique-t-il autour du prochain événement, ce qui vous dit combien de surprise est attendue. Combien de gens parient contre elle (la position vendeuse à découvert), et à quel point le camp acheteur est-il encombré ? Et à quel point est-elle découverte : une entreprise suivie par deux analystes dont personne ne parle chez les particuliers peut rester mal valorisée pendant des années ; une entreprise suivie par quarante analystes dont tout le monde parle sur les réseaux sociaux est, par définition, entièrement découverte. Si votre avantage est déjà le consensus, vous n'en avez pas. Baissez votre confiance d'un cran.

Comme point d'ancrage de valorisation, j'utilise d'abord des maisons de recherche indépendantes, des gens comme Morningstar ou le professeur de finance Aswath Damodaran, qui publient des estimations de juste valeur sans l'intérêt commercial d'une banque à vous vendre le titre, puis les objectifs des grandes banques comme base de consensus. Je n'utilise jamais un objectif de cours unique. J'utilise la fourchette, et je remarque qui est atypique et pourquoi.

Comment elle gagne réellement de l'argent

Dernière question, et c'est celle que j'ai ratée sur Uber et réussie sur Amazon. Pouvez-vous expliquer, en deux

phrases, comment cette entreprise transforme ce qu'elle fait en argent ?

Je le pouvais pour Amazon : elle vend des choses et prend une commission sur les autres qui vendent des choses, elle loue de la puissance de calcul à des entreprises, et elle vend de la publicité à ceux qui cherchent à toucher ses acheteurs. Trois moteurs, et je voyais le premier depuis mon propre travail. Je ne le pouvais pas pour Uber. J'avais une vague idée de commission sur les courses et j'avais un titre de presse sur des robots. Ce n'est pas comprendre, c'est une humeur.

Et je serai honnête, parce que ce livre ne vaut quelque chose que si je le suis : quand j'ai acheté Amazon, j'ai noté que je n'étais « pas sûr de ce que fait vraiment AWS ». C'était l'un des trois moteurs et le plus rentable. Je m'en suis tiré parce que les deux autres suffisaient et que le prix était bon. Je ne l'accepterais plus de moi-même aujourd'hui. La cinquième question de mon filtrage rapide est « comprenons-nous comment elle gagne réellement de l'argent ? », et un non est un arrêt. Non parce qu'il faut être expert, mais parce que si vous ne savez pas expliquer le moteur, vous ne pouvez pas reconnaître le moment où il casse, et savoir quand une thèse est morte vaut plus que savoir quand elle est vivante.

Le test de l'actif récupérable

Tout ce qui précède se résume à la seule question que je pose avant toute position qui n'est pas de la pure spéculation : si cela chutait de 30 pour cent demain, la reprise serait-elle une question de temps, ou une question de si ?

Pour une entreprise géante, génératrice de trésorerie, avec une douve et un nombre d'actions en baisse, c'est une question de temps. C'est un actif que je peux traverser dans ses hauts et ses bas, sur lequel je peux moyenner dans la peur, et que je peux garder à travers un mauvais trimestre sans perdre le sommeil. Pour une entreprise déficitaire avec un nombre d'actions en hausse et une belle histoire, c'est une question de si, et peut-être de non. C'est un pari. Je peux encore faire un pari, mais je le dimensionne comme un billet de loterie et je ne moyenne jamais à la baisse dessus. Toute la différence entre mes opérations sur Virgin Galactic et sur Amazon, c'est que l'une a échoué à ce test et que je ne me suis jamais posé la question, et que l'autre l'a réussi et que je n'en ai pas eu besoin.

Ce que je fais concrètement

Mon filtre fondamental, le premier des trois que vous rencontrerez vraiment au chapitre 6, est un passage ou échec en une ligne, avec quatre parties. Est-ce un actif récupérable ? Le flux de trésorerie disponible est-il positif, ou au moins crédiblement en chemin ? A-t-elle une vraie position de marché, une douve d'une sorte ou d'une autre ? Et y a-t-il une dilution à venir ? Un seul échec et l'idée est rejetée avant que j'y consacre une heure, avec une note sur ce qui devrait changer.

Si elle passe, le dossier rédigé reçoit une section fondamentaux : comment elle gagne de l'argent, les tendances du chiffre d'affaires et des marges, la seule mesure de risque qui compte pour cette entreprise, le bilan de la direction face à ses propres prévisions, la douve et une vérification de la dilution. Il reçoit un point d'ancrage de valorisation, la juste valeur indépendante face au consensus des banques face au prix, et le

multiple clé comparé à ses pairs et à sa propre histoire. Et il reçoit la liste de contrôle de ce qui est déjà dans le prix, à chaque fois, avant que j'aie le droit d'écrire le mot potentiel de hausse.

Rien de tout cela ne demande un diplôme de finance. Cela demande le tableau des flux de trésorerie d'une entreprise, son nombre d'actions, ses six derniers trimestres de prévisions, et la volonté de demander « qui pourrait prendre cela ? » et « que sait déjà tout le monde ? ». Le tout, fait correctement, prend une heure. J'ai perdu 97 pour cent d'une position une fois parce que je n'avais pas consacré cette heure.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Action. Une part d'une entreprise, avec un droit sur ses profits et ses actifs.

Capitalisation boursière (capitalisation). Le cours de l'action multiplié par le nombre d'actions. Ce que vaut l'entreprise entière. Pensez toujours en capitalisation, jamais en cours de l'action.

Géante (méga) / grande / moyenne / petite cap. Catégories de taille. Plus c'est grand, plus c'est lent, sûr et liquide ; plus c'est petit, plus on y trouve les grandes secousses et les arnaques.

PER. Le cours divisé par les bénéfices : ce que vous payez pour un euro de profit. L'historique utilise l'année passée, le prospectif l'année attendue. Élevé ou faible ne veut dire quelque chose que face au secteur et à l'histoire de l'entreprise.

PEG. Le PER divisé par le taux de croissance. En dessous de 1, c'est bon marché au regard de la croissance.

Rendement des bénéfices. Le PER à l'envers. Un PER de 20 donne un rendement des bénéfices de 5 pour cent. Comparez-le à ce que rapporte une obligation.

Flux de trésorerie disponible (FCF). L'argent généré par l'entreprise après les dépenses nécessaires pour continuer à tourner. Plus difficile à truquer que le profit. Le chiffre préféré de Bezos et le mien.

Trésorerie nette / dette nette. Plus de liquidités que de dettes, ou plus de dettes que de liquidités. La fragilité vit dans la dette nette.

Actions en circulation. Combien de parts existent. En hausse, c'est de la dilution ; en baisse, ce sont des rachats. Vérifiez la direction avant chaque achat et chaque renforcement.

Douve. Ce qui empêche les concurrents de prendre les profits : effets de réseau, coûts de changement, avantage de coût, marque, réglementation.

Historique des prévisions. La direction atteint-elle ce qu'elle a annoncé ? Vérifiable chaque trimestre.

Achats / ventes d'initiés. Des dirigeants qui achètent avec leur propre argent, c'est un signal. Les ventes sont généralement du bruit.

Consensus / déjà dans le prix. Ce que tout le monde attend déjà, et qui est déjà dans le prix. Votre avantage n'est que ce qui en diffère.

Position vendeuse à découvert. Combien d'actions font l'objet de paris à la baisse. Un positionnement encombré dans un sens ou dans l'autre est un avertissement.

Juste valeur. Une estimation indépendante de ce que vaut une action, face à ce qu'elle coûte. Utilisez une fourchette, pas un chiffre.

Actif récupérable. Un actif pour lequel une chute de 30 pour cent est une question de temps avant reprise, pas

une question de si. La ligne entre un investissement et un pari.

CHAPITRE QUATRE

Lire le graphique. L'analyse technique pour les humains

Trois semaines en janvier

En janvier 2021, l'action d'un distributeur américain de jeux vidéo en difficulté, GameStop, est passée d'environ 17 dollars à un plus haut de 483 dollars en séance. Pas en dix ans. En trois semaines environ. Un groupe de particuliers réunis sur un forum en ligne a remarqué que des hedge funds avaient parié massivement contre l'entreprise, au point que plus d'actions avaient été vendues à découvert qu'il n'en existait réellement, et ils se sont mis à acheter. Le cours est monté. Les fonds qui avaient parié contre ont dû acheter des actions pour solder leurs paris, ce qui a poussé le cours encore plus haut, ce qui a forcé de nouveaux achats. En quelques jours, l'affaire était sur toutes les chaînes d'information du monde. Deux semaines plus tard, le cours était repassé sous les 50 dollars.

Si vous n'aviez regardé que l'entreprise, rien n'avait changé. Les mêmes magasins, les mêmes ventes en déclin, le même bilan. Tout ce qui s'est passé se trouvait dans le graphique : qui était positionné où, à quel point le pari était encombré, à quelle vitesse la foule pouvait se retourner, et à quelle vitesse tout cela allait se déboucler. Voilà à quoi sert l'analyse technique. Elle ne

vous dit pas ce que vaut une entreprise. Elle vous dit ce que font les gens qui la négocient, et parfois, ce qu'ils vont être contraints de faire.

Je suis venu aux graphiques tard et méfiant. Cela ressemblait à de l'astrologie avec davantage de lignes. Puis j'ai remarqué que les deux pires trades de ma vie avaient été achetés presque exactement au point où le graphique me hurlait de ne pas le faire, et j'ai décidé que ces lignes valaient peut-être la peine d'être apprises. Ce chapitre couvre la poignée de lignes qui méritent vraiment leur place.

Premier principe : le graphique est un enregistrement de comportements

Un graphique de cours n'est rien d'autre que l'histoire de chaque acheteur et de chaque vendeur se mettant d'accord sur un prix, reportée dans le temps. Vu ainsi, une grande partie du mysticisme disparaît. Une ligne qui monte signifie que, depuis un certain temps, les acheteurs sont plus empressés que les vendeurs. Un niveau où le cours rebondit sans cesse signifie que beaucoup de gens ont décidé que c'est là qu'ils veulent acheter. Un niveau où il cale sans cesse signifie que beaucoup de gens veulent y vendre. Rien de magique là-dedans. C'est la mémoire de la foule, mise par écrit.

Ce qui compte pour moi, c'est le timing. Mon travail fondamental me dit si une entreprise mérite d'être détenue et à peu près ce qu'elle vaut. Il ne me dit rien sur le fait que cette semaine soit ou non une bonne semaine pour l'acheter. De très bonnes entreprises peuvent être de très mauvais achats pendant une année entière, et le graphique est le seul outil qui aide sur ce point. Dans mon processus, le filtre technique est le

troisième des trois, et il ne décide pas si j'aime une entreprise mais si le moment est venu.

La tendance : dans quel sens coule la rivière ?

La question la plus élémentaire. Sur l'horizon qui m'intéresse, le cours fait-il des sommets plus hauts et des creux plus hauts, des sommets plus bas et des creux plus bas, ou avance-t-il latéralement ?

L'outil standard pour cela est la moyenne mobile : le cours moyen sur les tant de derniers jours, tracé comme une ligne qui suit le cours. Trois sont utilisées presque universellement. La moyenne à 20 jours donne l'humeur de court terme. Celle à 50 jours donne la tendance de moyen terme. Celle à 200 jours donne la tendance de long terme, et c'est la ligne que surveillent le plus de professionnels, parce qu'une action au-dessus de sa moyenne à 200 jours est, par définition, plus haute que sa moyenne sur la plus grande partie de l'année écoulée.

Vous verrez les lettres MA, SMA et EMA. Une moyenne mobile simple (SMA) accorde le même poids à chaque jour ; une moyenne exponentielle (EMA) donne plus de poids aux jours récents, elle tourne donc plus vite. La distinction n'a pas grande importance. Ce qui compte, c'est trois choses. Le cours est-il au-dessus ou en dessous de la ligne ? La ligne elle-même monte-t-elle ou descend-elle ? La pente en dit autant que le niveau. Et les lignes sont-elles empilées dans l'ordre, la 20 au-dessus de la 50 au-dessus de la 200 dans une tendance haussière saine, ou l'inverse dans une tendance baissière ?

Deux croisements portent un nom parce qu'ils sont surveillés par tant de monde qu'ils déplacent de l'argent à eux seuls. Un golden cross, c'est la moyenne à 50 jours qui passe au-dessus de celle à 200 jours, ce qui est pris pour la confirmation qu'une nouvelle tendance haussière a démarré. Un death cross, c'est la moyenne à 50 jours qui passe sous celle à 200 jours. Ni l'un ni l'autre n'est une prédiction, les deux sont en retard par définition, et j'ai vu quantité de death crosses marquer très exactement le point bas. Mais un death cross sur de gros volumes, dans une action déjà sous toutes ses moyennes et sans le moindre signe de base, fait partie de mes drapeaux rouges absolus. Il l'emporte sur une bonne histoire fondamentale tant que le graphique ne s'est pas réparé.

Supports et résistances : là où la foule a tracé ses lignes

Un support est un niveau de prix où les acheteurs sont intervenus à plusieurs reprises. Une résistance est un niveau où les vendeurs sont intervenus à plusieurs reprises. Vous les voyez sur n'importe quel graphique : ce sont les endroits où le cours rebondit sans cesse. Ils existent parce que les gens se souviennent. Si une action est tombée à 100 trois fois et s'est reprise à chaque fois, des milliers de personnes ont désormais « 100, c'est bon marché » en tête, et leurs ordres attendent là. Si elle a touché 150 trois fois sans réussir à passer, des milliers de personnes qui ont acheté vers 150 attendent de sortir à leur prix de revient, et leurs ordres attendent là aussi.

Les chiffres ronds jouent le rôle de supports et de résistances pour la même raison. Il n'y a rien de spécial

à 100, 500 ou 1 000 dollars, sinon que les humains placent leurs ordres sur des chiffres ronds, et cela suffit.

La chose la plus utile que j'ai apprise sur ces niveaux, c'est ce qui se passe quand ils cèdent. Quand une résistance est franchie avec conviction, elle devient souvent un support, parce que ceux qui ont vendu là le regrettent et rachètent au premier repli. Et un faux départ, quand le cours franchit un niveau, n'arrive pas à s'y maintenir et retombe, est souvent le signal de retournement le plus fort du graphique, parce que tous ceux qui ont acheté la cassure sont maintenant piégés et veulent sortir. Dans mon processus, une entrée près d'un support bien testé dans une tendance haussière est notée A. Une entrée qui court après une cassure qui ne s'est pas encore prouvée est notée C, quelle que soit l'histoire.

Le RSI : jusqu'où l'élastique est-il tendu ?

Le Relative Strength Index a été inventé par un ingénieur du nom de Welles Wilder en 1978 et c'est le seul indicateur que j'utilise tous les jours. Il va de 0 à 100 et mesure, en gros, quelle part du mouvement récent s'est faite à la hausse plutôt qu'à la baisse. Des chiffres élevés signifient que le cours est monté fort et vite. Des chiffres bas signifient qu'il est tombé fort et vite.

La lecture classique veut qu'au-dessus de 70 ce soit suracheté et en dessous de 30 survendu. Je l'utilise un peu différemment. Au-dessus de 70, c'est une attente, pas une vente : l'action peut rester surachetée pendant des semaines dans une tendance forte, mais acheter là revient à payer un élastique déjà tendu. En dessous de

40, je commence à m'intéresser à quelque chose que j'aime déjà, et en dessous de 30, dans une entreprise qui a passé mes autres filtres, c'est de là que sont venues mes meilleures entrées. Un RSI dans les 40 et les 50 ne me dit strictement rien, et j'ai appris à le dire plutôt qu'à inventer une lecture.

Deux mises en garde. Le RSI seul n'est pas une raison d'acheter. Une action en vrai déclin peut rester à 25 pendant des mois pendant que l'entreprise se délite, leçon que j'ai payée. Survendu veut dire « les vendeurs ont été occupés », pas « les vendeurs ont fini ». Et il existe un signal plus subtil appelé divergence, quand le cours fait un nouveau plus bas mais que le RSI fait un creux plus haut, ce qui signifie que la vente perd de l'énergie même si le cours ne s'est pas encore retourné. C'est l'une des rares choses sur un graphique qui prend parfois de l'avance sur le cours au lieu d'être en retard.

Le volume : y a-t-il vraiment quelqu'un ?

Le volume est le nombre d'actions qui ont changé de mains. C'est le détecteur de mensonges du graphique. Un mouvement de cours sur gros volume a beaucoup d'argent derrière lui et a plus de chances d'être réel. Le même mouvement sur volume famélique peut n'être qu'une poignée de transactions dans une séance calme et s'inverser dès le lendemain matin.

Les lectures que j'utilise sont simples. Une cassure sur volume croissant est confirmée. Une cassure sur volume décroissant est suspecte. Un repli sur volume qui décline, où le cours dérive vers le bas mais où de moins en moins de gens vendent, est constructif, on parle parfois de compression, parce que les vendeurs s'épuisent. Un pic soudain de volume sans nouvelle est

un signal pour aller chercher la nouvelle. Et le volume confirme ; il ne prédit jamais. Associez-le au cours et à la tendance, ne le lisez jamais seul.

L'extension : à quelle distance de chez lui se trouve-t-il ?

Voici le concept qui, si je l'avais compris plus tôt, m'aurait évité d'acheter Virgin Galactic près de son sommet. L'extension désigne simplement la distance parcourue par le cours par rapport à ses propres moyennes, et à quelle vitesse.

Une action 5 pour cent au-dessus de sa moyenne à 50 jours, c'est normal. Une action 40 pour cent au-dessus de sa moyenne à 200 jours, qui a doublé en six semaines sans que rien ne change dans l'entreprise, est tendue, et les choses tendues claquent en retour. Ma règle empirique, inscrite dans le processus : si quelque chose a grimpé de plus de 20 pour cent en 30 jours sans nouveau catalyseur, je ne cours pas après. J'attends un repli de 5 à 10 pour cent, et si le repli ne vient jamais, je laisse filer. Il y a toujours un autre trade. Il n'y a pas toujours une autre part de capital.

Le miroir de cette règle s'applique aux positions que je détiens déjà. Si quelque chose que je possède bondit de 15 pour cent ou plus en une seule journée sans atteindre une cible que j'avais fixée à l'avance, j'allège. Un mouvement d'un jour de cette taille sur une entreprise de taille moyenne est une humeur, pas une valorisation, et mon expérience me dit qu'une correction brutale dans les deux ou trois séances suivantes est plus probable qu'improbable. Encaissez une partie du cadeau.

Noter une configuration

Tout cela se résume à une seule lettre dans mon dossier écrit, parce qu'une note m'oblige à être honnête plutôt que vague. Une analyse technique vague, « ça a l'air haussier », n'est pas une lecture et je n'ai pas le droit de l'écrire.

Une configuration A, c'est un repli vers un support bien testé dans une action toujours en tendance haussière, avec un RSI sous 50 et un volume qui s'assèche pendant la baisse. C'est une entreprise de qualité qui reprend son souffle. Une configuration B, c'est une action près d'un support avec une tendance mitigée, ou une base en formation mais pas encore confirmée. Achetable par étapes, avec un stop plus serré. Une configuration C, c'est l'absence totale d'entrée propre : courir après une cassure, acheter dans un mouvement déjà étendu, attraper un couteau qui tombe, une action en chute libre, sans aucune base. Si la note est C, le dossier le dit et nomme le niveau que je devrais voir pour qu'elle devienne un B.

Il y a aussi quelques éléments graphiques qui l'emportent sur tout le reste, aussi bons soient les fondamentaux : un death cross sur gros volume, un RSI au-dessus de 75 sur un tout nouveau sommet, un gap baissier sur les résultats auquel on n'a pas laissé deux ou trois séances pour se calmer, et une action sous toutes ses moyennes sans la moindre base. N'importe lequel de ces éléments et le filtre technique échoue, point final, et l'idée part sur la liste de surveillance avec une note sur ce qui la réparerait.

Les figures : utiles à petites doses

Il existe toute une industrie de formes graphiques nommées et je m'en sers avec parcimonie, parce qu'elles confirment au lieu de prédire et qu'il est très facile de voir une figure qui n'existe pas. Quelques-unes méritent d'être connues parce que beaucoup de gens les surveillent.

Une tête et épaules, ce sont trois sommets dont celui du milieu est le plus haut, avec une ligne, l'encolure, qui relie les deux creux. Une cassure sous l'encolure avec du volume est le signe classique qu'une tendance haussière est terminée. À l'envers, elle marque un point bas. Un double sommet ou un double creux, c'est le cours qui échoue deux fois au même niveau, acheteurs ou vendeurs épuisés. Les triangles, c'est le cours qui se comprime dans une fourchette de plus en plus étroite avant de casser d'un côté, et les drapeaux sont de brèves pauses après un mouvement brutal, qui se résolvent en général dans le sens du mouvement.

Le seul cadre dans lequel je pense vraiment est l'analyse par phases de Stan Weinstein, tirée d'un livre de 1988 que les traders se passent encore. Une action parcourt quatre phases : une base plate après un déclin, puis une avancée, puis un sommet plat, puis un déclin. Vous voulez acheter à la transition entre la base et l'avancée, quand le cours casse au-dessus d'une base plate et que la moyenne de long terme se retourne à la hausse, et vous voulez être sorti, ou au moins ne plus renforcer, dès que l'avancée se transforme en sommet. C'est simple, c'est durable, et cela vous dit la seule chose qui compte : où en sommes-nous dans la tendance ?

L'autre principe à emporter, c'est que le bon outil dépend du régime. Dans un marché en tendance, acheter les replis et accompagner la tendance fonctionne, et parier sur les retournements vous tue. Dans un marché en range, acheter le support et vendre la résistance fonctionne, et courir après les cassures vous tue. Avant d'utiliser tout ce qui précède, demandez-vous dans quel type de marché vous êtes.

La volatilité : le prix du billet d'entrée

La volatilité, c'est l'ampleur des mouvements d'un prix. Ce n'est pas la même chose que le risque, même si les gens emploient les deux mots l'un pour l'autre. Une action qui bouge de 5 pour cent par jour est volatile. Qu'elle soit risquée dépend de la question de savoir si vous l'avez dimensionnée pour que des journées à 5 pour cent ne fassent pas mal, et si l'entreprise en dessous est récupérable.

Vous entendrez parler du bêta, qui mesure de combien une action bouge par rapport à l'ensemble du marché : un bêta de 2 signifie qu'elle a tendance à bouger deux fois plus que l'indice, dans les deux sens. Vous entendrez parler de volatilité implicite, c'est-à-dire l'ampleur des mouvements futurs que le marché des options intègre dans ses prix, et de volatilité réalisée, c'est-à-dire l'ampleur des mouvements effectivement survenus. Et le VIX du chapitre 2 n'est rien d'autre que la volatilité implicite de l'ensemble du marché américain.

La raison pour laquelle la volatilité compte pour un petit investisseur, c'est le dimensionnement, qui occupe tout le chapitre 7. Une action volatile a besoin d'un stop plus large, parce que le bruit normal déclencherait un stop

serré, et un stop plus large signifie une position plus petite pour le même montant de risque. Cette seule phrase résume l'essentiel de ce qui sépare ceux qui survivent aux valeurs volatiles de ceux qui s'en font sortir. La volatilité n'est pas une raison d'éviter quelque chose. C'est une raison d'en détenir moins.

Pump and dump : anatomie d'un graphique manipulé

Passons au côté obscur, et à la raison pour laquelle je pense que tout le monde devrait comprendre les graphiques, même sans jamais négocier dessus.

Le pump and dump est le plus vieux tour du marché. Quelqu'un accumule une position sur une petite action ou une petite monnaie peu échangée, puis crée de l'excitation, par la promotion, de fausses nouvelles, des influenceurs payés ou une poussée coordonnée en ligne, pour qu'une foule achète et que le prix s'envole. Puis le promoteur vend à cette foule, les achats se tarissent, et le prix s'effondre, laissant les acheteurs tardifs avec quelque chose qui vaut une fraction de ce qu'ils ont payé. Le film Le Loup de Wall Street est la mise en scène d'une véritable société des années 1990 qui a fait exactement cela à des milliers de personnes avec des penny stocks. Aujourd'hui, cela se passe sur des applications de messagerie avec des jetons crypto obscurs, et la mécanique est identique.

Sur un graphique, cela a une signature que vous pouvez apprendre à repérer. Une action qui n'a rien fait pendant des mois s'envole soudain sur un volume énorme, sans nouvelle qui le justifie. La hausse est verticale, ce n'est pas une tendance mais un pic. La promotion arrive avant ou pendant le mouvement,

jamais après. L'entreprise est minuscule, c'est bien pour cela qu'on peut la faire bouger ; on ne peut pas pumper une société qui vaut mille milliards. Et l'effondrement, quand il vient, est aussi rapide que la hausse, parce qu'il n'y a jamais eu de vrais achats en dessous, seulement la foule qui se courait après.

Je parle des pump and dumps pour une seule raison : pour que vous puissiez reconnaître le graphique et passer votre chemin. Les penny stocks, les jetons obscurs et tout ce dont le prix dépend d'un promoteur ne m'intéressent pas. Rien dans mon processus n'en approche. L'intérêt de connaître la forme est le même que de savoir à quoi ressemble un courriel d'hameçonnage. Vous l'apprenez pour ne jamais cliquer.

L'analyse des hausses et des chutes : apprendre l'histoire d'un actif avant de le négocier

Il existe un autre type d'étude qui part de la même matière première, les grands mouvements de prix, et je veux tracer une frontière nette entre les deux, parce que j'ai fait la seconde et qu'elle n'a rien à voir avec les arnaques.

Pour chaque actif dont je suis proche et que je compte négocier sur une longue période, entreprises de qualité et actifs majeurs que je détiens déjà ou que je veux détenir, j'ai repris toute sa vie boursière et j'en ai extrait chaque hausse ou chaque chute de 20 pour cent ou plus. Puis j'ai fait des recherches sur chacune et j'ai écrit ce qui l'avait réellement causée. Les causes se répartissent en quelques catégories qui reviennent dans presque toutes les entreprises : nouvelles sur le produit et

l'exécution, marché dans son ensemble, déclaration du fondateur ou du patron, réglementation ou procès, augmentation de capital, relèvement ou abaissement de recommandation d'un analyste, vague de spéculation des particuliers, ou mouvement d'un concurrent.

Ce qui en ressort, c'est un portrait des investisseurs de l'actif. Non pas qui ils sont nommément, mais comment ils se comportent. Quelle est l'ampleur habituelle des mouvements. Combien de temps dure d'ordinaire une hausse avant de s'essouffler. Combien de temps met d'ordinaire une chute à se récupérer, et si elle se récupère. Quelles causes produisent les écarts les plus sauvages et lesquelles le marché balaie d'un revers de main. Si l'action a l'habitude de baisser sur de bonnes nouvelles. Pour une entreprise que je suis, les déclarations publiques du fondateur se sont révélées être à elles seules une catégorie de volatilité entière, ce qui a changé ma façon de la détenir autour de tout ce qu'il dit.

Le but de cet exercice n'était pas de prédire le prochain mouvement. C'était d'arrêter d'être surpris. Quand une action que je détiens perd 12 pour cent en une journée et que je peux voir combien de fois elle l'a déjà fait, ce qui l'a causé à chaque fois et à quelle fréquence elle s'est récupérée, la baisse devient une donnée plutôt qu'une urgence, et je sais si mon plan la couvre déjà. Je ne fais cela que pour les valeurs avec lesquelles j'ai l'intention de vivre pendant des années, parce que cela demande un vrai travail et que le bénéfice arrive sur des dizaines de décisions, pas sur une seule.

Une note sur GameStop, et sur les squeezes en général

L'épisode GameStop n'était pas tout à fait un pump and dump, parce qu'il n'y avait pas un promoteur unique vendant à la foule ; c'était un short squeeze, et les squeezes méritent d'être compris parce qu'ils expliquent certains des mouvements les plus violents que vous verrez jamais.

Quand des investisseurs parient contre une action, ils empruntent des titres et les vendent, en espérant les racheter moins cher. Si le cours monte au lieu de baisser, leurs pertes sont illimitées, et à un moment ils sont contraints de racheter, ce qui pousse le cours plus haut, ce qui force le suivant à racheter. En octobre 2008, Volkswagen est devenue, le temps d'une seule journée, l'entreprise la plus valorisée du monde exactement pour cette raison, quand un constructeur rival a révélé qu'il avait discrètement acheté la plus grande partie des titres disponibles et que les fonds qui pariaient contre Volkswagen n'avaient plus nulle part où les racheter.

Deux leçons pour un investisseur normal. Ne pariez jamais contre quelque chose au seul motif que cela paraît cher ; le prix peut aller bien plus loin que vous ne pouvez rester solvable. Et n'achetez jamais quelque chose au seul motif que cela squeeze ; le squeeze s'arrête à la seconde où les acheteurs contraints ont fini, et le graphique qui part à la verticale est le signal que la fin est proche, pas lointaine.

Ce que je fais concrètement

Le filtre technique de mon processus pose quatre questions avant que j'aie le droit de bâtir un dossier. Le

RSI est-il sous 70 ? Idéalement sous 50 pour une nouvelle entrée. Y a-t-il un support clair à proximité sous lequel je peux placer un stop ? La tendance est-elle intacte, c'est-à-dire le cours n'est-il pas sous toutes ses moyennes sans base ? Et la configuration est-elle notée au moins B ?

Si cela passe, le dossier écrit reçoit une section technique avec le cours actuel, le plus haut et le plus bas à 52 semaines, la position du cours par rapport aux moyennes à 20, 50 et 200 jours, la présence ou non d'un golden cross ou d'un death cross, le RSI, les supports et résistances les plus proches, la lecture du volume, toute figure que je peux défendre, et la note. Pour chaque position que je détiens, je recalcule ces niveaux à intervalles réguliers, chaque semaine pour un trade rapide et chaque mois pour un trade lent, et je n'ai le droit de les déplacer que vers une véritable nouvelle structure. Jamais élargir un stop parce que le cours s'en approche. Jamais abaisser une cible parce que cela prend trop de temps.

Rien de tout cela ne prédit. Tout cela m'empêche d'acheter des choses tendues au sommet et de vendre des choses effrayantes au plus bas, ce qui, il se trouve, est d'où venait l'essentiel de mes pertes.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Analyse technique. Lire le graphique pour comprendre ce que font acheteurs et vendeurs, et quand agir. Le timing, pas la valorisation.

Tendance. Sommets plus hauts et creux plus hauts (hausse), sommets plus bas et creux plus bas (baisse), ou latérale. Le sens dans lequel coule la rivière.

Moyenne mobile (MA / EMA). Le cours moyen sur les 20, 50 ou 200 derniers jours, tracé comme une ligne. L'EMA pondère davantage les jours récents. La 200 jours est celle que tout le monde surveille.

Golden cross / death cross. La moyenne à 50 jours qui passe au-dessus ou en dessous de celle à 200 jours. En retard, très surveillée, et un death cross sur gros volume est un drapeau rouge absolu.

Support / résistance. Niveaux où acheteurs ou vendeurs sont intervenus à plusieurs reprises. Une résistance cassée devient souvent un support. Un faux départ est un signal de retournement puissant.

RSI. Relative Strength Index, de 0 à 100. Au-dessus de 70, tendu ; sous 40, intéressant ; sous 30, survendu. Pas un signal d'achat à lui seul.

Divergence. Le cours fait un nouveau plus bas mais pas le RSI. La vente perd de l'énergie.

Volume. Titres échangés. Confirme les mouvements ; un pic sans nouvelle est un signal pour aller chercher la nouvelle.

Extension. À quelle distance et à quelle vitesse le cours s'est éloigné de ses moyennes. Plus de 20 pour cent en 30 jours sans catalyseur, attendez un repli.

Note de configuration. A : repli vers un support en tendance haussière, RSI sous 50, volume qui s'assèche. B : proche d'un support, tendance mitigée. C : pas d'entrée propre.

Analyse par phases. Les quatre phases de Weinstein : base, avancée, sommet, déclin. Acheter la transition de la base vers l'avancée.

Régime. En tendance ou en range. Le bon outil dépend duquel.

Volatilité / bêta. L'ampleur des mouvements d'un prix ; le bêta est cette ampleur rapportée au marché. Une raison de dimensionner plus petit, pas d'éviter.

Pump and dump. Accumuler une valeur peu échangée, en faire la promotion, vendre à la foule, effondrement. Un pic vertical sur volume énorme sans vraie nouvelle en est la signature.

Short squeeze. Achats contraints de ceux qui ont parié contre une action, qui la propulsent à la verticale. Le mouvement vertical signale la fin, pas le début.

Analyse des hausses et des chutes. L'historique complet des grands mouvements d'un actif, chacun avec sa cause, son ampleur, sa durée et son temps de récupération. Un portrait du comportement de ses investisseurs. Transforme une baisse effrayante en donnée.

CHAPITRE CINQ

Lire le monde. La macro, les taux, la rotation et les tribus

L'année où les entreprises n'avaient rien à se reprocher

En 2022, les plus grandes entreprises technologiques du monde ont connu, pour l'essentiel, une très bonne année sur le plan des affaires. Les chiffres d'affaires ont progressé. Les profits étaient bons. Aucun produit n'a cessé de fonctionner. Et le Nasdaq, l'indice qui les regroupe, a perdu environ un tiers de sa valeur. Certaines des valeurs de croissance les plus enthousiasmantes ont chuté de 60, 70, 80 pour cent.

Ce qui avait changé, ce n'était pas les entreprises. C'était le prix de l'argent. La banque centrale américaine, la Réserve fédérale, a fait passer les taux d'intérêt de quasiment zéro en mars de cette année-là à environ quatre et demi pour cent en décembre, la hausse la plus rapide en quarante ans, et tous les actifs de la planète ont été revalorisés face à ce nouveau chiffre. Si vous ne compreniez pas pourquoi cela se produit, 2022 ressemblait à une énigme. Si vous le compreniez, c'était l'une des années les plus prévisibles de la décennie.

Voilà ce qu'est la macro. Les grandes forces, lentes et ennuyeuses, les taux d'intérêt, l'inflation, les devises, le

cycle économique, qui se tiennent sous chaque entreprise et qui, périodiquement, les dominent toutes. Vous n'avez pas besoin d'un diplôme d'économie. Vous devez comprendre environ cinq choses, et la première est celle qui explique 2022.

Les taux d'intérêt : la gravité de la finance

Warren Buffett a comparé les taux d'intérêt à la gravité, et c'est la meilleure explication en un mot qui existe. Tout, en finance, se valorise par rapport à ce que vous pourriez gagner sans risque en prêtant à l'État, et quand ce chiffre change, tout le reste bouge.

Voici pourquoi. Supposons que l'État vous paie 1 pour cent par an pour détenir ses obligations. Une entreprise qui offre un rendement de 3 pour cent sur son cours de bourse (un PER de 33) semble correcte, parce que vous obtenez trois fois le taux sans risque en échange d'un peu de risque. Supposons maintenant que l'État paie 5 pour cent. Cette même entreprise à 3 pour cent paraît absurde. Pourquoi prendre le risque d'une action pour moins que ce que la banque vous donne ? Le cours doit donc baisser jusqu'à ce que son rendement des bénéfices redevienne attrayant. L'entreprise n'a rien fait de mal. La gravité s'est renforcée.

Ce sont les actions les plus chères qui encaissent le choc le plus fort, et surtout celles dont les profits sont les plus éloignés dans le futur, parce qu'un euro de profit attendu dans dix ans vaut beaucoup moins aujourd'hui quand vous pouvez gagner 5 pour cent par an en l'attendant. C'est pourquoi une entreprise de croissance déficitaire a chuté de 80 pour cent en 2022

pendant qu'un ennuyeux service aux collectivités perdait 5.

Les taux changent aussi ce que les entreprises peuvent faire. L'argent bon marché, c'est l'emprunt bon marché, les acquisitions faciles, le financement facile pour des idées qui perdent de l'argent. L'argent cher, c'est l'inverse, et cela met à nu toutes les affaires qui ne tenaient que parce qu'emprunter ne coûtait rien. Il y a cette vieille formule : quand la marée se retire, on découvre qui nageait sans maillot. La hausse des taux, c'est la marée.

En pratique, ce que je surveille est simple. Le niveau du rendement de l'obligation d'État à dix ans, parce que c'est le chiffre par rapport auquel tout le marché se valorise ; quand il est élevé et qu'il monte, les actifs risqués souffrent. La direction de la politique des banques centrales, parce que le marché réagit au changement, pas au niveau : une première baisse après une série de hausses est un événement bien plus important que la cinquième hausse. Et l'écart entre ce que dit la banque centrale et ce qu'attend le marché, parce que c'est dans cet écart que vivent les surprises.

L'inflation et le cycle économique

Les banques centrales bougent les taux pour une raison principale : l'inflation. Quand les prix montent trop vite, elles relèvent les taux pour ralentir l'économie. Quand l'économie est faible, elles les baissent pour l'accélérer. Toute la machine tourne donc sur deux séries de données, l'inflation et l'emploi, et c'est pourquoi la publication mensuelle de l'inflation et le rapport mensuel sur l'emploi font bouger les marchés

davantage que les résultats de presque n'importe quelle entreprise.

L'économie elle-même suit un cycle approximatif : expansion, sommet, contraction, creux, et on recommence. Personne ne sonne la cloche aux points de retournement, mais différents types d'entreprises s'en sortent bien à différents moments, et l'argent tourne entre elles. C'est de là que viennent beaucoup des formules mystérieuses entendues aux informations. « Rotation vers les défensives » veut dire que les investisseurs vendent les entreprises de croissance et achètent les ennuyeuses, celles dont les profits résistent en période de ralentissement : services aux collectivités, santé, biens de consommation de base. « Risk-on » veut dire l'inverse.

Je garde une carte approximative de tout cela dans mon processus, et elle mérite d'être partagée parce qu'elle explique une grande partie de ce que vous voyez. Quand les taux sont élevés et baissent, les actifs de longue duration s'en sortent bien, c'est-à-dire tout ce dont la valeur dépend de profits lointains : obligations, promoteurs immobiliers, technologie de croissance, or, et historiquement les coins les plus risqués de la crypto, tandis que les banques souffrent parce que leurs marges de prêt se resserrent. Quand les taux sont élevés et stables, les banques, l'énergie et les défensives mènent la danse, et tout ce qui est lourdement endetté souffre. Quand les taux sont bas et montent, les valeurs *value*, l'énergie, les matières premières et les financières ont tendance à mener, tandis que la tech chère et les services aux collectivités traînent. Superposez le cycle économique par-dessus : au début d'une récession, l'argent se réfugie dans les défensives ; quand la reprise démarre, il va vers les

financières et les entreprises de consommation ; en début d'expansion, vers la technologie, l'industrie et les matériaux ; en fin d'expansion, vers l'énergie, les matières premières et les actifs réels ; et au sommet, retour vers la santé, les services aux collectivités et les biens de base.

Rien de tout cela n'est précis. Son utilité, c'est de me dire dans quel sens souffle le vent avant que j'essaie de faire voler un cerf-volant. Une entreprise qui lutte contre la rotation a besoin d'une bien meilleure raison d'être achetée qu'une entreprise qui la chevauche, et c'est exactement ce que demande mon filtre macro : la rotation sectorielle et le contexte de taux sont-ils un vent favorable, neutres, ou un vent contraire ? Neutre ou mieux, et l'idée avance. Vent contraire, et il lui faut être exceptionnelle.

La version plus aiguisée de la même question, celle que je pose avant toute publication de résultats : vers quoi le marché est-il en train de tourner, et de quoi s'éloigne-t-il en ce moment, et le rapport de cette entreprise répond-il à cette question ? Un éditeur de logiciels qui publie une forte croissance dans le cloud pendant un mois où le marché veut désespérément savoir si les dépenses en IA se transforment en chiffre d'affaires fera bouger le cours bien davantage que les mêmes chiffres pendant un mois calme. C'est le contexte qui décide de la réaction, pas seulement les chiffres.

Le calendrier : ne jamais entrer à l'aveugle avant un événement connu

Une règle précise et pratique qui m'a sauvé plus d'une fois. Il existe une poignée de dates programmées chaque mois où tout le marché peut bouger de plusieurs

pour cent en quelques minutes, et vous devriez savoir quand elles tombent avant d'appuyer sur le bouton d'achat.

Le rapport américain sur l'emploi, appelé non-farm payrolls, sort le premier vendredi du mois. La publication de l'inflation, le CPI, sort au milieu du mois. La Réserve fédérale se réunit huit fois par an et annonce sa décision sur les taux un mercredi après-midi, la Banque d'Angleterre suivant un calendrier similaire un jeudi. Les saisons de résultats démarrent à la mi-janvier, à la mi-avril, à la mi-juillet et à la mi-octobre. Le cartel pétrolier, l'OPEP, se réunit lui aussi selon un calendrier, et fait bouger le pétrole et tout ce qui en dépend.

Ma règle : je n'ouvre jamais une position et je n'en renforce jamais une dans le jour ou les deux jours qui précèdent l'un de ces rendez-vous si la position y est sensible, et je ne renforce jamais une entreprise à l'approche de ses propres résultats. Non parce que j'attends de mauvaises nouvelles, mais parce que le résultat est un pile ou face que je ne peux pas analyser, et un processus qui repose sur des pile ou face n'est pas un processus. Si je veux posséder quelque chose, je peux le posséder le lendemain, une fois la pièce retombée.

Le dollar, l'euro, et le pari caché dans chaque opération

Si vous êtes un investisseur européen qui achète des actions américaines, et la plupart des meilleures entreprises du monde sont américaines, vous faites deux paris, que cela vous plaise ou non. Un sur

l'entreprise. Un sur le taux de change entre l'euro et le dollar.

Disons que vous achetez une action à 100 dollars quand un euro s'échange contre 1,25 dollar, ce qui vous coûte 80 euros. L'action ne bouge pas, mais l'euro se renforce à 1,40. Votre action à 100 dollars vaut désormais 71 euros. Vous avez perdu 11 pour cent sans que l'entreprise ait fait quoi que ce soit. L'inverse est vrai aussi : un euro qui s'affaiblit embellit discrètement toute position en dollars. C'est pourquoi, quand j'enregistre une position, je suis l'effet de change sur sa propre ligne, séparée de l'action, afin de savoir lequel des deux paris me fait gagner ou perdre de l'argent.

L'autre chose à savoir sur les devises : la force globale du dollar, mesurée par un indice appelé DXY, est un vent contraire pour les matières premières, les marchés émergents, l'or et la crypto quand elle augmente, parce que tous ces actifs sont libellés en dollars et deviennent plus chers pour tout le monde. Et environ 70 pour cent du chiffre d'affaires des plus grandes entreprises britanniques vient de l'étranger, si bien qu'une livre faible gonfle en réalité leurs profits publiés, ce qui explique pourquoi le FTSE 100 monte parfois les jours où la livre baisse. Une fois que vous voyez cela, beaucoup de titres étranges dans la presse deviennent compréhensibles.

La géopolitique, brièvement, à nouveau

J'ai traité les guerres et les chocs au chapitre 2, donc un paragraphe ici pour les replacer dans le tableau macro. Un choc géopolitique est un événement macro qui arrive sans calendrier. Il fait bouger le pétrole d'abord, puis les devises des pays concernés, puis les

rendements obligataires quand les investisseurs courent vers la sécurité, puis les actions. La question qui décide s'il compte au-delà de quelques jours est de savoir s'il change la trajectoire de l'inflation et des taux d'intérêt. Une guerre qui pousse le pétrole à 120 dollars et l'y maintient nourrit l'inflation, ce qui garde les banques centrales sur la défensive, ce qui est mauvais pour tous les actifs. Une guerre qui fait flamber le pétrole une semaine puis s'estompe est un simple événement de prix. Les écarts de crédit, là encore, vous disent dans lequel des deux cas vous vous trouvez.

Les tribus : quel genre d'investisseur êtes-vous ?

Le marché n'est pas une seule foule. C'est un ensemble de tribus aux croyances différentes sur la façon dont on gagne de l'argent, qui négocient les unes contre les autres, et la moitié de la confusion que ressentent les débutants vient du fait qu'ils lisent les conseils d'une tribu tout en appartenant, sans le savoir, à une autre. Voici les principales, avec la personne qui représente le mieux chacune d'elles.

L'indiciel. Croit que battre le marché de façon régulière est presque impossible pour la plupart des gens, et que le geste intelligent consiste donc à posséder le marché entier à bas coût et à le conserver pendant des décennies. Le fondateur de cette tribu est John Bogle, qui a lancé le premier fonds indiciel destiné aux investisseurs ordinaires chez Vanguard en 1976 et qui s'est fait moquer pour cela. C'est aujourd'hui la plus grande tribu du monde en termes d'encours, et c'est l'ancre de mon propre portefeuille. Si vous ne retenez rien d'autre de ce livre, retenez ceci : un fonds indiciel à bas coût, acheté chaque mois quelles que soient les

nouvelles, est une stratégie qui bat la plupart des professionnels sur vingt ans.

*L'*investisseur* value.* Croit que le marché se trompe régulièrement sur le prix des entreprises et qu'acheter un euro d'actifs ou de bénéfices pour cinquante centimes, puis attendre, est la façon la plus sûre de faire fructifier son argent. Benjamin Graham a écrit les textes fondateurs dans les années 1930 et 1940, et Warren Buffett en est l'élève le plus célèbre. « Le prix est ce que vous payez, la valeur est ce que vous obtenez » est la devise de la tribu. Sa faiblesse, c'est le piège de la valeur : une entreprise bon marché parce qu'elle mérite de l'être, et qui le reste pour toujours. Virgin Galactic m'a paru bon marché cinq fois.

*L'*investisseur* growth.* Croit que les meilleurs rendements viennent de la détention des entreprises qui seront beaucoup plus grandes dans dix ans, et accepte de payer cher aujourd'hui pour ce futur. Le « sachez ce que vous possédez » de Peter Lynch appartient à cette tribu, tout comme quiconque a acheté Amazon ou Nvidia tôt et n'a pas lâché. Sa faiblesse, c'est de payer n'importe quel prix pour une belle histoire, ce qui explique comment les investisseurs growth se sont fait écraser en 2000 et en 2022 quand les taux sont montés.

**Le suiveur de tendance, ou* momentum.* Croit que ce qui monte a tendance à continuer de monter, et que ce qui baisse a tendance à continuer de baisser, plus longtemps qu'il ne semble raisonnable, et qu'il faut chevaucher les tendances et couper les perdants vite sans se demander pourquoi. L'expérience la plus célèbre de cette tribu a été menée en 1983 par un trader nommé Richard Dennis, qui a parié avec un collègue qu'il pouvait apprendre à un groupe de gens

pris au hasard à trader de façon rentable en deux semaines, avec un jeu de règles. Il a recruté des personnes sans expérience, leur a enseigné un système de suivi de tendance, leur a confié de l'argent réel, et le groupe, connu sous le nom des Tortues, a fini par faire fortune. C'est la meilleure preuve que je connaisse que la discipline s'apprend et que le talent est facultatif. La faiblesse de cette tribu, c'est que les tendances se retournent, et qu'un pur suiveur de tendance achète le sommet de chaque bulle, par construction.

_Le_ contrarian. Croit que la foule a généralement tort aux extrêmes et que l'argent se gagne en achetant ce que tout le monde déteste et en vendant ce que tout le monde adore. John Templeton, l'un des grands investisseurs du vingtième siècle, résumait cela par : acheter au point de pessimisme maximum. L'article de Buffett en 2008 était du pur contrarianisme. La faiblesse, c'est que la foule a raison la plupart du temps, et qu'être contrarian par habitude plutôt que par preuve n'est qu'une autre façon de perdre. Dans l'une des histoires les plus célèbres de la bourse japonaise, un trader appelé Takashi Kotegawa a transformé une petite mise en fortune dans les années 2000, en grande partie en achetant des actions qui avaient chuté trop fort, trop vite, et en les revendant quelques jours plus tard quand elles rebondissaient. C'est du contrarianisme avec un chronomètre, et cela ne fonctionne qu'avec des règles disant quand vous avez tort.

L'investisseur macro. Croit que le gros de l'argent se trouve dans les grandes forces, les devises, les taux, les matières premières, des pays entiers, et les négocie directement. George Soros est l'icône de la tribu, pour avoir parié contre la livre en 1992 et, selon les récits

habituels, gagné un milliard de dollars en une journée quand la Grande-Bretagne a été contrainte de sortir du mécanisme de change européen. Presque personne ne réussit cela. Mais tout investisseur a besoin d'un peu de la façon de penser de la tribu macro, et c'est pour cela que ce chapitre existe.

Le quant. Croit que le jugement humain est le problème et que les motifs cachés dans les données, exploités à grande échelle par des ordinateurs, sont la solution. Jim Simons, mathématicien, a bâti Renaissance Technologies sur cette idée, et son fonds principal a affiché sur trois décennies des performances dont aucun sélectionneur d'actions humain ne s'est approché. Vous et moi ne pouvons pas faire cela. Mais l'habitude de la tribu quant de noter chaque décision, de suivre ses taux de réussite et de refuser de croire une histoire sans données, je l'ai reprise en bloc, comme vous le verrez au chapitre 8.

Le day trader. Achète et vend dans la journée, des dizaines de fois, sur de tout petits mouvements. Les études sur cette tribu sont brutales : la grande majorité perd de l'argent une fois les frais déduits. Je la mentionne uniquement pour que vous sachiez la reconnaître, et pour que vous sachiez que rien dans ce livre ne la concerne.

Où je me situe

Je suis indiciel au cœur et swing trader par-dessus. Un swing trade est une position détenue entre une semaine et deux ans environ, achetée parce qu'une bonne entreprise ou un bon thème est temporairement délaissé, et vendue quand il revient en grâce. Mes règles empruntent à trois tribus : je cherche de la valeur, au sens d'une excellente entreprise achetée

dans la peur, je chevauche la tendance une fois qu'elle se confirme, au sens où je renforce mes gagnants et pas mes perdants, et je suis contrarian sur le sentiment, au sens où la peur extrême est mon signal d'achat et l'avidité extrême mon signal de vente. Fondé sur la conviction, pas sur la peur de rater quelque chose. L'étiquette compte moins que de savoir avec quelles règles vous jouez, parce que les pires opérations viennent de ceux qui jouent le jeu d'une tribu avec les règles d'une autre : acheter une valeur momentum avec la patience d'un investisseur value, ou détenir une valeur value avec les nerfs d'un day trader.

Ce que je fais concrètement

Chaque jour, avant de regarder la moindre action, je lis un court tableau de bord macro : l'indice du dollar, le rendement de l'obligation à dix ans, le VIX, le pétrole, l'or, les principaux indices et l'indicateur de peur et d'avidité. J'en tire deux questions. Que fait le cycle des taux : élevés et en baisse, élevés et stables, ou bas et en hausse ? Et où en sommes-nous sur la carte de la rotation, vers quels secteurs l'argent se déplace-t-il et lesquels quitte-t-il ? Cela me donne une inclinaison, une liste de secteurs qui ont le vent dans le dos et une liste de ceux qui ne l'ont pas.

Le filtre macro applique ensuite cette inclinaison à n'importe quelle idée. Une entreprise dans un secteur que la rotation abandonne, à un moment où les taux sont un vent contraire, a besoin d'un dossier exceptionnel pour passer. Une entreprise portée par le vent a besoin d'un bon dossier. Puis vient la vérification du calendrier : y a-t-il une réunion de banque centrale, une publication d'inflation ou un rapport sur l'emploi dans les deux prochains jours, et cette entreprise

publie-t-elle bientôt ses résultats ? Si oui, j'attends. Et pour toute valeur américaine, la vérification du change : dans quel sens l'euro a-t-il bougé, et suis-je à l'aise avec ce second pari à côté du premier ?

Dix minutes, la plupart des jours. Cela ne me dit jamais quoi acheter. Cela m'empêche d'acheter une bonne entreprise au moment précis où le monde entier est sur le point d'être revalorisé face à elle.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Macro. Les grandes forces sous chaque entreprise : les taux, l'inflation, les devises, le cycle économique.

Taux d'intérêt / taux sans risque. Ce que l'État paie pour emprunter. La gravité par rapport à laquelle tout le reste se valorise. Les taux qui montent frappent le plus durement les actions les plus chères et celles dont les profits sont les plus lointains.

Banque centrale. La Réserve fédérale (États-Unis), la Banque d'Angleterre (Royaume-Uni). Elles fixent les taux courts pour maîtriser l'inflation et l'emploi. Le marché réagit au changement de direction, pas au niveau.

Rendement à dix ans. Le taux obligataire par rapport auquel le marché valorise presque tout. Élevé et en hausse, c'est un vent contraire pour les actifs risqués.

CPI / NFP / FOMC. La publication de l'inflation, le rapport sur l'emploi (non-farm payrolls) et la réunion de la Fed qui fixe les taux (le Federal Open Market Committee). Les trois rendez-vous programmés qui font tout bouger. Ne jamais entrer à l'aveugle avant eux.

Cycle économique. Expansion, sommet, contraction, creux. Des secteurs différents mènent à chaque étape.

Rotation. L'argent qui se déplace entre secteurs à mesure que le cycle et les taux changent. « Vers les défensives » veut dire hors de la croissance et vers les services aux collectivités, la santé et les biens de consommation de base.

Risk-on / risk-off. La foule qui court après la croissance et la spéculation, ou qui fuit vers la sécurité.

DXY. L'indice du dollar. Un dollar fort est un vent contraire pour les matières premières, l'or, les marchés émergents et la crypto.

Risque de change. Le second pari contenu dans toute action étrangère. Suivez-le sur sa propre ligne.

Les tribus. Indiciel, value, growth, momentum, contrarian, macro, quant, day trader. Sachez avec les règles de qui vous jouez.

Swing trade. Une position détenue d'une semaine à deux ans environ, achetée quand elle est délaissée et vendue quand elle revient en grâce. Ma tribu.

CHAPITRE SIX

Le filtre. Comment une idée gagne le droit de devenir une transaction

Cinq choses sur une feuille de papier

En 2001, un médecin de l'hôpital Johns Hopkins de Baltimore, Peter Pronovost, a tenté une expérience. Les patients en soins intensifs mouraient d'infections liées aux cathéters posés dans leurs veines, et chaque médecin connaissait les cinq gestes qui les évitaient : se laver les mains, désinfecter la peau du patient, couvrir le patient, porter une tenue stérile, protéger le point d'insertion. Simple, évident, appris à la faculté de médecine. Pronovost a écrit ces cinq gestes sur une check-list et a demandé aux infirmières de vérifier si les médecins les faisaient vraiment. Dans un tiers des cas, ils en sautaient au moins un.

L'hôpital a donc autorisé les infirmières à arrêter un médecin qui sautait une étape. Le taux d'infection pour cette procédure est passé de 11 pour cent à presque zéro, et sur l'année suivante on a estimé que la check-list avait évité 43 infections et 8 décès dans un seul service. Quand l'État du Michigan l'a déployée dans tous ses hôpitaux, les taux d'infection ont chuté des deux tiers en dix-huit mois. Personne n'avait rien appris de nouveau. On avait simplement cessé de sauter des étapes sous pression.

Le chirurgien Atul Gawande a écrit tout un livre là-dessus, The Checklist Manifesto, et son argument est celui de ce chapitre. Dans tout domaine où le savoir est disponible mais la pression forte, l'échec ne vient presque jamais de l'ignorance. Il vient d'une étape que vous connaissez déjà et que vous sautez, parce que vous êtes fatigué, ou surexcité. Une check-list n'est pas une insulte à l'expertise. C'est ce qui permet à l'expertise de survivre à une mauvaise journée.

Mon filtre est une check-list. Chaque idée, d'où qu'elle vienne, doit la franchir avant que j'aie le droit de dépenser de l'argent, et les étapes sont volontairement ennuyeuses. Uber et Virgin Galactic auraient tous les deux échoué en moins de dix minutes.

Deux sortes de décisions

Avant le filtre lui-même, une distinction que j'emprunte à Jeff Bezos. Dans sa lettre aux actionnaires de 2015, il décrit deux types de décision. Les décisions de type un sont des portes à sens unique : lourdes de conséquences, difficiles ou impossibles à annuler, et elles méritent une réflexion lente, prudente, délibérée. Les décisions de type deux sont des portes à double sens : si vous passez et que le paysage ne vous plaît pas, vous pouvez revenir en arrière. Celles-là doivent être prises vite, par des individus, sans attendre une information parfaite. L'erreur des grandes organisations, écrivait-il, est d'appliquer le processus lourd à tout, ce qui les rend lentes. Mon erreur à moi était l'inverse : traiter les portes à sens unique comme des portes à double sens, et les franchir sur un coup de tête.

Acheter une petite position liquide dans une entreprise géante ressemble à une porte à double sens ; si je me trompe, je peux vendre demain à peu près au même prix. Moyenner à la baisse cinq fois dans une société qui diluait ses actionnaires pendant que son cours s'effondrait était une porte à sens unique, franchie cinq fois sans marquer une seule pause. Le filtre existe pour que je ralentisse exactement en proportion de la difficulté à revenir en arrière.

Étape zéro : de quel genre de chose s'agit-il ?

La toute première question ne porte pas sur l'entreprise. Elle porte sur le type d'actif que j'ai devant moi, parce que des types différents appellent des questions différentes. Une entreprise isolée se juge sur son activité, ses flux de trésorerie et ses dirigeants. Un fonds ou un tracker indiciel est un panier : il se juge sur ce qu'il contient, sur sa concentration, sur sa construction et sur son coût. Une matière première physique comme l'or ou l'argent n'a ni bénéfices ni patron, donc elle se juge sur les quatre choses qui la font vraiment bouger : les taux d'intérêt réels, le dollar, les acheteurs en présence, et le degré d'encombrement de la position. Posez les questions d'une action à un lingot d'or et vous n'obtiendrez que du n'importe quoi.

Cela paraît évident. C'est pourtant l'erreur qui se cache derrière l'un de mes pires accidents évités de justesse : j'ai failli acheter un fonds thématique parce que le thème me plaisait, sans regarder les dix sociétés qui en constituaient l'essentiel. Un secteur que j'aime n'est pas un dossier de fonds. Un mineur, soit dit en passant, est une entreprise, pas une matière première, même s'il ne fait que sortir de l'or du sol ; il a des coûts, de la dette et

une direction, et il se comporte comme un pari à effet de levier sur le métal.

Les trois filtres

Une fois que je sais ce que j'ai devant moi, l'idée rencontre les trois filtres. Ils sont bon marché à dessein. Chacun tient en une ligne, réussite ou échec, et une idée doit franchir les trois avant que je construise quoi que ce soit. La plupart en ratent un, et partent sur une liste de surveillance avec une note disant ce qui devrait changer. Cette note compte : « je surveille, il faut un repli vers la moyenne mobile 200 jours » est un plan ; « je surveille » est un espoir.

Le filtre fondamental est le chapitre 3 réduit à l'essentiel. Réussite si l'entreprise est redressable, dégage un flux de trésorerie libre positif ou crédible, occupe une vraie position de marché et n'a pas de dilution en vue. Échec si elle est spéculative, structurellement endettée, sans chemin vers le profit, ou sur le point d'émettre des actions. Pour un actif crypto, les questions se traduisent : est-ce un vrai réseau avec une vraie adoption, en tête de sa catégorie, ni un mème ni une promesse. Virgin Galactic échoue dès la première ligne.

Le filtre macro est le chapitre 5 réduit à l'essentiel. Réussite si la rotation sectorielle et le contexte de taux et de devises sont porteurs ou neutres. Échec si l'idée lutte contre la rotation, affronte un vent contraire sur les taux, ou se trouve sous un risque réglementaire qui monte. Neutre me convient. Je ne cherche pas à avoir le vent dans le dos, seulement à ne pas l'avoir en pleine figure.

Le filtre technique est le chapitre 4 réduit à l'essentiel. Réussite si le titre n'est pas suracheté, s'il a un support clair à proximité, s'il obtient au moins un B comme configuration, et si la tendance est intacte. Échec sur un RSI au-dessus de 70, un death cross, ou un cours sous toutes ses moyennes sans base construite. Uber, acheté sur un pic d'actualité, échoue ici.

Une réussite partielle n'est pas une réussite. Deux sur trois, c'est une entrée sur la liste de surveillance avec un déclencheur précis, jamais une transaction. La discipline semble dure jusqu'à ce qu'on voie ce qu'elle produit : seules atteignent la partie coûteuse du processus les idées où l'entreprise, l'environnement et le calendrier s'alignent tous les trois, ce qui est plus rare, et c'est bien le but.

Le tri en soixante secondes

Tout ce qui franchit les trois filtres reçoit cinq questions, et j'essaie d'y répondre en une minute environ, parce que si je n'y arrive pas, c'est déjà une réponse.

Un : puis-je énoncer la thèse en une seule phrase ? Pas un paragraphe. Une phrase qu'un ami pourrait répéter. Deux : rapporte-t-elle assez au regard du temps pendant lequel l'argent est immobilisé ? Vingt pour cent en cinq ans est un échec, parce que l'indice ferait mieux ; vingt pour cent en six mois est un succès. De l'argent bloqué est de l'argent qui ne travaille pas ailleurs. Trois : le potentiel de hausse est-il assez grand pour battre le simple achat de l'indice sur la même période ? Sinon, achetez l'indice. Quatre : si cela tombait à zéro demain, le portefeuille survivrait-il ? Sinon, la position est trop grosse avant même d'avoir commencé. Cinq : est-ce que

je comprends comment cela gagne réellement de l'argent ? Un non ici est un arrêt.

Les quatre premières prennent quelques secondes une fois l'habitude prise. La cinquième reste celle à laquelle j'ai le plus de mal à répondre honnêtement.

Le filtre du portefeuille

L'idée a franchi l'entreprise, l'environnement, le calendrier et le tri. Vient alors une autre question : y a-t-il de la place pour elle ?

La place n'est pas seulement de la liquidité. C'est de savoir si ajouter cette position enfreint l'une des limites que je me suis fixées : le nombre maximum de positions actives, la part maximale du portefeuille sur un même thème, le plancher sous lequel l'ancrage indiciel ne doit jamais descendre. C'est de savoir si l'idée est corrélée à ce que je détiens déjà : trois façons différentes de parier sur la même chose, disons trois sociétés dont le cours est en réalité le cours du Bitcoin déguisé, cela fait un pari, pas trois, et cela doit être dimensionné comme un seul. C'est de savoir si cette position apporte quelque chose de nouveau ou seulement plus de la même chose.

Et c'est la fiscalité. En Grande-Bretagne, les gains réalisés dans un ISA (compte britannique exonéré d'impôt) ne sont pas imposés, alors que ceux d'un compte ordinaire ou d'une plateforme crypto le sont, et la différence peut représenter la totalité du profit. Le filtre demande donc, avant l'achat, dans quelle enveloppe la position va aller, et s'il s'agit d'une enveloppe imposable, quel serait l'impôt à la sortie et quelle tenue de registres cela impose. S'en apercevoir au moment de vendre est trop tard. La règle est simple : gérer le compte exonéré sur le seul mérite, et traiter

chaque cession imposable comme une décision qui a un coût attaché.

Le dossier : écrire avant de pouvoir agir

Tout ce qui précède est un tamis. Ce qui vient ensuite est le travail, et la règle est absolue : pas de dossier, pas de position. Une transaction que je ne peux pas rédiger est une transaction que je ne comprends pas assez bien pour la tenir pendant une mauvaise semaine.

Le dossier est un document à structure fixe, et la structure est justement le point essentiel. Une note libre vous laisse sauter les sections inconfortables. Un modèle avec des intitulés, non. Je vais parcourir le mien section par section, non pas pour que vous le copiiez, mais pour que vous voyiez ce que contient réellement une décision complète, parce que c'est dans les manques que se trouvaient mes pertes.

L'argumentaire, écrit en premier

Deux ou trois phrases, sans détour : pourquoi celle-ci, pourquoi maintenant, et la taille du gain espéré. Je l'écris avant tout le reste, et s'il ne sort pas proprement, l'idée n'est pas mûre et retourne à la recherche. C'est la discipline la plus utile de tout le document. Une thèse que vous ne pouvez exprimer qu'en une page de réserves n'est pas une thèse.

Type de position

Est-ce une position de fond ou un swing ? La réponse décide de tout dans la manière dont elle sera gérée. Une position de fond, un fonds indiciel ou une vraie machine à composer sur le long terme, n'a pas de stop dur ; les creux sont des occasions de renforcer, et on ne vend que si la raison de détenir meurt. Un swing, une action

isolée ou une position crypto tactique, reçoit un stop dur, obligatoire, et n'est engagé que si le gain à la première cible réaliste vaut au moins deux fois la perte au stop. Confondre les deux est une erreur classique : tenir un swing comme une position de fond, voilà comment une perte de 10 pour cent en devient une de 90.

Le risque comparé aux solutions de remplacement

Le premier chiffre de chaque dossier n'est pas le potentiel de hausse. C'est une comparaison. Que doit rapporter cette transaction pour battre les solutions les plus simples : le fonds indiciel, l'indice de croissance, ou le simple maintien de la position de fond que je détiens déjà ? Si le gain attendu sur la durée de détention n'est pas nettement meilleur que ce que l'indice me donnerait pour moins de risque, le dossier s'arrête là et j'achète l'indice. C'est la question que presque personne ne pose et c'est celle qui tue la plupart des idées séduisantes. « Ça va sans doute monter » ne suffit pas. Il faut que ça monte plus que ce que je pourrais acheter sans aucune recherche.

Ancrage de valorisation et ce qui est déjà dans le prix

Depuis le chapitre 3 : une estimation indépendante de la juste valeur, la fourchette de cours cible du consensus, le multiple clé comparé à l'historique de la société et à son secteur, puis la check-list de ce qui est déjà dans le prix, à chaque fois, avant que le mot potentiel n'apparaisse. Plus une courte section sur les gens : la direction a-t-elle tenu ses propres prévisions, les dirigeants ont-ils leur argent dans l'affaire, que font-ils de la trésorerie.

La taille du gain : l'espérance de gain

C'est la section qui a changé ma façon de penser, elle reçoit donc le plus de place.

Toute transaction a plus d'une issue possible, et prétendre le contraire est le meilleur moyen de finir surpris. Le dossier expose donc des scénarios, en général trois ou quatre : un scénario défavorable, un scénario central, un scénario favorable, et parfois un scénario exceptionnel et rare. Chacun reçoit un cours cible, un calendrier approximatif, le catalyseur qui y mènerait, et une probabilité. Les probabilités doivent totaliser à peu près 100 pour cent, ce qui semble anodin et ne l'est pas ; cela oblige à admettre que si le scénario favorable a 60 pour cent de chances, le scénario défavorable ne peut pas en avoir 50 aussi.

Puis l'arithmétique. Multipliez chaque issue par sa probabilité et additionnez le tout. C'est l'espérance de gain, le résultat moyen si vous pouviez faire ce pari exact cent fois. Une transaction dont l'espérance de gain est négative ne se fait pas, aussi excitant que soit le scénario favorable, et une transaction dont l'espérance de gain est modestement positive ne vaut pas le risque de s'être trompé sur les probabilités.

La leçon enfouie là-dedans est une de celles que j'ai mis longtemps à accepter : la probabilité et le gain sont deux choses distinctes, et vous devez les garder distinctes. Soixante-dix pour cent de chances de gagner 10 pour cent est un moins bon pari que 30 pour cent de chances de gagner 200 pour cent, parce que sept est inférieur à soixante. La plupart des débutants courent après les petits gains à forte probabilité et se font balayer par la grosse perte occasionnelle. Le meilleur jeu est souvent une transaction à probabilité plus faible,

avec un gain important et une perte petite et définie, à condition d'être honnête sur la probabilité.

D'où viennent les probabilités ? En partie du type de configuration, grâce aux fréquences de base : un rebond de survente sur une entreprise de qualité atteint sa première cible avant son stop plus souvent qu'autrement ; une cassure sur momentum fonctionne moins d'une fois sur deux mais les gagnantes vont très loin ; un redressement de type value profond est un pile ou face qui prend beaucoup de temps. En partie des spécificités de la société. Et en partie, comme l'explique le chapitre 8, de mon propre historique, parce que sur un nombre suffisant de transactions je peux voir si mes estimations à 60 pour cent se réalisent effectivement 60 pour cent du temps. Au début, non.

Les niveaux de qualité et le rendement que j'exige

Toutes les entreprises ne méritent pas la même exigence. Une géante, généreuse en trésorerie, protégée par des barrières à l'entrée, du bon côté d'une tendance de vingt ans, achetée à bon prix, est un animal différent d'une petite société non éprouvée qui émet des actions, et mon processus le dit explicitement en classant les sociétés par niveaux.

Le niveau supérieur est l'élite : énorme, large fossé protecteur, aucune dilution, portée par une tendance structurelle. Pour ce niveau, à un bon point d'entrée, un gain attendu modeste suffit, parce que le risque de se tromper est faible et la probabilité de récupération en cas d'erreur est élevée. Le niveau intermédiaire est solide mais cyclique ou mélangé, et exige un gain attendu plus important pour justifier le risque supplémentaire. Le niveau inférieur est petit, non

éprouvé ou dilutif, et exige un gain attendu très élevé, sinon c'est non, parce que la baisse est réelle et peut être définitive.

Deux autres éléments font monter l'exigence en plus de la qualité. Le temps : plus mon argent est immobilisé longtemps, plus il doit rapporter, parce qu'une transaction lente doit battre un indice lent. Et la probabilité : plus les chances de réussite sont faibles, plus le gain doit être gros quand elle réussit. Mon processus traduit tout cela en un ratio gain/risque minimum pour chaque combinaison, et la formule importe moins que sa forme générale. Haute qualité, transaction rapide : exigence faible. Basse qualité, transaction lente : exigence très élevée. L'argent rapide est de l'argent bon marché. L'argent lent venu d'une entreprise faible est l'argent le plus cher qui soit.

Il existe aussi une exception documentée, que je mentionne parce qu'un processus sans exception est un processus que les gens contournent en silence. Quand tous les filtres passent, que la conviction est forte, que le calendrier est propre et que le ratio gain/risque est excellent, je m'autorise à accepter un rendement inférieur au plancher habituel de ce niveau, à condition d'écrire pourquoi je le fais. Une exception qu'il faut écrire est rarement utilisée. Une exception qu'on peut prendre en silence est utilisée à chaque fois.

La thèse d'origine, gelée

Une fois le dossier rédigé, la thèse d'origine et le plan sont verrouillés : la raison, les niveaux d'entrée, les cibles, le prix auquel j'ai tort. Ils ne sont jamais modifiés. Tout ce qui vient ensuite va dans un journal des changements daté, en dessous, avec une colonne

qui dit simplement : la thèse d'origine tient-elle toujours, oui ou non ?

Pourquoi la geler ? Parce que tout le système d'apprentissage du chapitre 8 repose sur la comparaison entre ce que j'avais prédit et ce qui s'est passé, et que si je pouvais discrètement réécrire la prédiction au fil des mouvements du cours, j'aurais toujours raison après coup et je n'apprendrais rien. C'est aussi l'antidote à la plus vieille tromperie de soi en investissement : acheter une action pour une raison, voir cette raison s'effondrer, et se trouver une nouvelle raison de la garder. Si la thèse gelée dit que la raison était X et que X est mort, la position est morte, quelle que soit la nouvelle histoire.

Plan d'entrée et niveaux de sortie

La section d'entrée dit comment j'entre : une première entrée, et ce que je ferai si le cours baisse ensuite, monte, ou stagne. C'est le sujet du chapitre 7, je m'en tiendrai donc là.

La section de sortie est fixée avant l'achat, pas après. Une première cible où je prends une partie du profit, une cible principale, parfois une position qu'on laisse courir, et un stop, avec le ratio gain/risque calculé à chaque cible par rapport au stop. Plus la sortie ferme : l'événement, pas le prix, qui met fin à la transaction quoi qu'il arrive. Et une clause d'euphorie, une liste de signes que la foule est devenue folle, dont trois suffisent pour que j'allège d'au moins la moitié : une cupidité extrême sur l'indicateur de sentiment pendant une semaine, le titre dans toutes les listes grand public des « valeurs à acheter absolument », une hausse de 50 pour cent en un mois sans changement dans l'activité, une valorisation au plus haut depuis des années, et tous mes

proches qui se mettent soudain à me poser des questions dessus. Ce dernier signe ne s'est jamais trompé une seule fois.

Une échéance, et un tueur de thèse

Chaque dossier comporte un calendrier des catalyseurs attendus, avec une date sur chacun, et une échéance. Si l'échéance passe et que le scénario central n'a pas commencé à se réaliser, je réexamine la thèse au lieu de la prolonger discrètement pour toujours. L'espoir n'obtient pas de rallonge.

Et chaque dossier nomme ses risques, cinq environ, avec la probabilité, l'impact et ce que je ferais pour chacun, puis il nomme un unique tueur de thèse : la seule chose qui, si elle arrivait, mettrait fin à la transaction quel que soit le prix. Pour une entreprise bâtie sur un seul client énorme, le départ de ce client. Pour une société dont tout l'attrait tient au fait qu'elle ne vend jamais son actif central, la vente de cet actif. Une thèse sans condition de mort est une croyance, pas une transaction.

Le test de récupération

Une question, posée à chaque dossier destiné à un compte de long terme : si ceci chutait de 30 pour cent demain, la récupération serait-elle une question de temps ou une question de si ? Une question de temps, et je poursuis. Une question de si, et soit je ne propose pas l'idée, soit je la dimensionne en pure spéculation, assez petite pour qu'une perte totale ne soit qu'un haussement d'épaules. C'est la question qui sépare mes transactions Amazon de mes transactions Virgin Galactic, et je ne me la suis pas posée une seule fois en cinq ans de détention de la seconde.

L'autocritique

La dernière section avant la décision est celle que j'aime le moins, ce qui est précisément la raison de sa présence. Une liste de questions sur moi, pas sur l'entreprise. Est-ce que j'achète par peur de rater quelque chose ? Est-ce que je renforce une position perdante pour éviter d'avoir tort ? Est-ce que je vends une gagnante par peur ? Ma conviction vient-elle d'un seul article optimiste ? Est-ce que je recommanderais ceci à quelqu'un que je respecte, et si non, pourquoi est-ce que je le fais ? Est-ce que je cours après le cours ? Est-ce que je force ?

Puis une vérification des cinq forces qui pilotent les décisions d'argent, que je garde dans mes notes de processus, parce que nommer un biais lui retire l'essentiel de son pouvoir. L'argent : l'aversion à la perte, l'envie de se refaire, l'imprudence avec les profits récents. La croyance : être amoureux de l'histoire ou du fondateur. Les relations : acheter parce que quelqu'un que je respecte l'a fait, donc une conviction empruntée et non construite. Le statut : trader pour avoir l'air malin, ou tenir une position annoncée publiquement par orgueil. La santé et le stress : trader par vengeance, décider en étant fatigué, consulter le cours de façon compulsive. Si l'une de ces forces pilote la transaction, la règle est une pause de 24 heures avant quoi que ce soit. Décisions prises à froid, exécutées à chaud.

Le résumé en français simple et la demande

Enfin, le dossier finit là où il a commencé : par une histoire qu'un non-spécialiste pourrait répéter. Ce que c'est, ce qui doit être vrai pour le scénario central, ce qui prouverait que j'ai tort, et la demande en une ligne. Puis une ligne de signature, un oui ou un non littéral,

parce qu'un dossier qui se termine sans décision est une note de recherche, et les notes de recherche ne rapportent pas d'argent.

On y va ou pas

Quatre choses doivent être vraies pour qu'un dossier devienne une transaction. Le dossier est complet. Il bat l'indice sur la même période. L'espérance de gain est positive. Et le feu du marché du chapitre 2 l'autorise : un jour rouge, même un dossier parfait attend.

Il y a une question de plus que je me pose quand une bonne entreprise rate un filtre d'un cheveu, et je l'appelle la question de Buffett. Est-ce que je juge cette entreprise équitablement, sur la force de son produit et de ses clients, ou est-ce que je la refuse par réflexe parce que le prix et le graphique paraissent défavorables aujourd'hui ? Parfois la réponse honnête est qu'une entreprise vraiment formidable à un prix légèrement trop élevé mérite une position de départ plus petite plutôt qu'un non. Le filtre est là pour m'empêcher d'être imprudent, pas pour me faire rater les meilleures sociétés du monde parce que leur RSI était à 63.

Et un non n'est pas une impasse. Une idée qui a raté un filtre est rejetée, avec une note sur ce qui la remettrait en jeu. Une idée qui a tout franchi et que j'ai malgré tout écartée, parce que le point d'entrée ou la taille ne me plaisaient pas, est déclinée, et je la suis quand même sur le papier pour voir si elle aurait marché, parce qu'un non est une décision lui aussi, et les décisions se notent. Un refus est un verdict sur une configuration, à un prix, un jour donné. Ce n'est jamais un verdict définitif sur l'entreprise.

Ce que cela coûte, et ce que cela épargne

Écrit ainsi, le filtre ressemble à un gros travail, et je veux être honnête là-dessus. Un dossier complet me prend une heure ou deux, parfois une soirée. Mais la plupart des idées n'arrivent jamais jusque-là ; elles ratent un filtre dans les dix premières minutes, et c'est toute la logique économique de l'affaire. La partie coûteuse du processus n'est menée que sur le petit nombre d'idées qui ont déjà prouvé qu'elles le méritaient.

Et voici le calcul qui m'a convaincu. Uber, sans dossier, m'a coûté 43 €. Virgin Galactic, sans dossier, m'a coûté 97 pour cent d'une position. Amazon avait un début de dossier et a rapporté 15 pour cent. Chaque transaction que j'ai faite depuis avec un dossier complet avait un stop connu à l'avance, une cible fixée à froid, et une raison que je pouvais relire un mauvais jour. Certaines ont perdu. Aucune n'a perdu à la manière de celles sans dossier, parce que la perte était décidée avant même le début de la transaction.

Buffett propose une expérience de pensée avec une carte perforée de vingt cases, une par investissement que vous avez le droit de faire dans votre vie. Avec seulement vingt, vous réfléchiriez très fort à chacun et vous laisseriez passer presque tout. Le filtre est ma carte perforée. Il ne m'empêche pas d'investir. Il m'empêche d'investir dans des choses auxquelles je n'ai pas réfléchi, ce qui, il se trouve, était l'essentiel de mon problème.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Filtre. Un test bon marché, réussite ou échec, qu'une idée doit franchir avant que vous y consacriez du temps ou de l'argent réels.

Trois filtres. Fondamental (entreprise saine, pas de dilution), macro (environnement pas défavorable), technique (calendrier pas tendu, support proche). Les trois, ou liste de surveillance.

Liste de surveillance. Les idées qui ont raté un filtre, avec une note écrite de ce qui devrait changer.

Aiguillage par classe d'actifs. Juger une entreprise, un fonds et une matière première avec des questions différentes.

Filtre du portefeuille. Capacité, concentration, corrélation et enveloppe fiscale vérifiées avant le travail de fond.

Corrélation. Des positions qui bougent ensemble. Trois façons de détenir le même pari font un seul pari.

Enveloppe fiscale. Le type de compte. Les gains d'un ISA sont exonérés ; ceux des autres comptes et des plateformes crypto ne le sont pas. À décider à l'entrée.

Dossier. Le document écrit qu'une transaction doit avoir avant d'exister. Pas de dossier, pas de position.

Argumentaire. Deux ou trois phrases, sans détour, écrites en premier. S'il ne sort pas proprement, l'idée n'est pas mûre.

Fond contre swing. La position de fond n'a pas de stop dur et les creux sont des zones de renforcement ; le swing reçoit un stop obligatoire et exige un ratio gain/risque d'au moins 2 pour 1.

Espérance de gain (EV). Chaque issue multipliée par sa probabilité, le tout additionné. Une espérance négative ne passe pas.

Probabilité contre gain. Gardez-les distincts. Trente pour cent de chances de gagner 200 pour cent bat 70 pour cent de chances d'en gagner 10.

Niveaux de qualité. Élite, solide, faible. Le rendement exigé monte à mesure que la qualité baisse et que l'immobilisation s'allonge.

Thèse gelée. La raison et le plan d'origine, jamais modifiés. Les changements vont dans un journal daté.

Ratio gain/risque (R:R). Le gain à la cible divisé par la perte au stop.

Clause d'euphorie. Trois signes ou plus que la foule est devenue folle : alléger d'au moins la moitié.

Tueur de thèse. L'unique événement qui met fin à la transaction quel que soit le prix. Pas de condition de mort, pas de transaction.

Test de récupération. Une chute de 30 pour cent demain : question de temps, ou question de si ?

Autocritique et les cinq forces. Argent, croyance, relations, statut, santé. Si l'une pilote la transaction, pause de 24 heures.

Rejeté contre décliné. Avoir raté un filtre, contre avoir tout franchi et être écarté quand même. Les refus sont suivis et notés.

CHAPITRE SEPT

La taille et les entrées. Combien, et comment

L'affiche au mur

Il existe une photographie célèbre du gérant de hedge fund Paul Tudor Jones à son bureau dans les années 1980, et derrière lui, scotchée au mur, une feuille de papier portant trois mots : *losers average losers*, les perdants moyennent à la baisse. Il a dit que c'était la règle la plus importante qu'il connaisse. L'instinct qui pousse à renforcer une position qui baisse, à en acheter davantage parce que c'est moins cher, ressemble à de la discipline et en est exactement l'inverse. C'est ainsi que vous construisez vos plus grosses positions sur vos pires idées.

Je le sais parce que je l'ai fait cinq fois sur certaines de mes positions. Chaque renforcement paraissait raisonnable. Chaque renforcement rendait la perte finale plus lourde. Et la leçon, quand elle a fini par entrer, n'était pas « n'achetez jamais davantage de quelque chose ». C'était que la quantité que vous achetez, le moment où vous l'achetez et l'ordre dans lequel vous le faites constituent une compétence distincte du choix de ce que vous achetez, et presque personne ne l'apprend parce que personne ne l'enseigne. Le choix des actions attire toute l'attention. C'est pourtant sur la taille de position que l'argent se gagne ou se perd.

George Soros a formulé la même idée autrement : ce qui compte, ce n'est pas d'avoir raison ou tort, mais combien vous gagnez quand vous avez raison et combien vous perdez quand vous avez tort. C'est une phrase sur la taille de position. Un trader qui a raison une fois sur deux et qui gagne trois fois ce qu'il perd deviendra riche. Un trader qui a raison 80 pour cent du temps et qui perd dix fois son gain moyen sur les 20 pour cent restants finira ruiné. Ce chapitre parle de devenir le premier.

La seule formule

Voici la règle qui se trouve au centre de mon processus, et je dirais que c'est l'une des phrases les plus importantes de ce livre.

La taille de position est égale au budget de risque divisé par la distance au stop.

Prenons le temps. Le budget de risque est la somme que je suis prêt à perdre sur cette opération si je me trompe. C'est un petit pourcentage fixe de mon portefeuille actif, décidé à l'avance et légèrement modulé par ma conviction. La distance au stop est la baisse que le prix devrait subir depuis mon entrée avant que je reconnaisse mon erreur et que je vende, exprimée en pourcentage. Divisez la première par la seconde et vous obtenez la taille de la position.

Un exemple avec des chiffres ronds. Supposons que mon portefeuille actif s'élève à 10 000 euros et que mon budget de risque pour une opération normale soit de 1 pour cent, soit 100 euros. Je veux acheter une action à 50 avec un stop à 45, c'est-à-dire 10 pour cent plus bas. 100 divisé par 10 pour cent donne 1 000 euros. Voilà la position. Si le stop est touché, je perds 100 euros,

exactement la somme que j'avais décidé de pouvoir perdre avant de commencer. Supposons maintenant que le graphique me permette un stop plus serré, à 47,50, soit 5 pour cent plus bas. 100 divisé par 5 pour cent donne 2 000 euros. Même risque, position deux fois plus grande, parce que l'opération offre un point plus net à partir duquel elle est invalidée.

Remarquez ce que cela produit. La taille est fixée par le risque, pas par mon degré d'enthousiasme. Une action volatile avec un stop large reçoit automatiquement une position plus petite. Une action dotée d'un support net et proche en reçoit automatiquement une plus grande. Et chaque opération, quelle que soit sa taille, risque à peu près la même somme, si bien qu'aucune perte isolée ne peut faire de vrais dégâts. Les Turtles, du chapitre 5, ont appris presque exactement cela en 1983 : dimensionner chaque position selon sa volatilité pour que toutes portent le même risque. C'est l'une des rares idées du trading qui a survécu quarante ans sans changer.

Il existe une théorie plus profonde derrière tout cela, le critère de Kelly, élaboré par un scientifique des Bell Labs en 1956 et utilisé par le mathématicien Ed Thorp pour battre d'abord le blackjack, puis le marché actions. Elle dit que la fraction optimale de votre capital à miser dépend de votre avantage et de vos probabilités, et surtout que miser plus que cette fraction garantit la ruine à long terme, même avec une stratégie gagnante. Vous n'avez pas besoin des mathématiques. Vous avez besoin de la morale : trop gros est fatal même quand vous avez raison, et la formule du budget de risque est une manière pratique de rester bien en deçà de la limite.

Les plafonds

La formule fixe la taille. Trois plafonds viennent ensuite la limiter, et la position retenue est la plus petite de toutes.

Le premier est un maximum pour toute position de swing prise isolément, en part du portefeuille, un peu plus élevé pour les idées qui emportent le plus ma conviction, avec un plafond absolu que rien ne dépasse. Ce plafond existe parce que la formule peut produire un grand nombre quand le stop est très serré, et un stop serré n'est pas la même chose qu'une opération sûre. Le deuxième est une limite sur la chaleur totale : la somme des budgets de risque de toutes les opérations ouvertes, ce qu'on appelle la chaleur du portefeuille, de sorte que si tous les stops étaient touchés le même jour, la perte totale resterait un chiffre avec lequel je pourrais vivre. Si une nouvelle opération faisait passer le total au-dessus de la limite, elle est redimensionnée ou elle attend. Le troisième est une limite du nombre de swing trades ouverts en même temps, et c'est un plafond, pas un objectif. La plupart du temps je suis largement en dessous, parce que la plupart des idées ne passent pas le filtre.

Il y a aussi un plancher, et il concerne les frais. Une position doit être assez grande pour que les frais de courtage à l'aller et au retour représentent une petite fraction du gain espéré, disons moins de 2 pour cent dans chaque sens. En dessous, le courtier prend un cinquième de votre profit avant même que vous ayez commencé, et la bonne réponse est un fonds, une position plus grande, ou pas d'opération du tout. Les chiffres exacts dépendent de votre courtier, et l'une des premières choses que j'ai faites quand je me suis mis sérieusement au travail a été de calculer, pour chaque

compte que j'utilise, la plus petite opération qui ait du sens.

Et il y a une réserve. Un montant minimum de liquidités toujours disponible, parce que les meilleures entrées se présentent dans les paniques, et qu'une panique est précisément le moment où vous ne pouvez pas lever d'argent en vendant autre chose sans le brader. Ne jamais être investi à 100 pour cent est une règle, pas une humeur.

Augmenter la taille sur des preuves, pas sur de la confiance

Une dernière règle de taille, et c'est celle dont je suis le plus fier, parce qu'elle est l'inverse de ce que mon instinct réclamait.

Le budget de risque commence petit. Il n'augmente que lorsque les résultats disent qu'il le devrait : après un nombre significatif d'opérations clôturées, avec un résultat moyen positif et un historique qui bat réellement l'indice. Pas après un bon mois. Pas parce que je me sens affûté. Après que le journal, que vous découvrirez au chapitre suivant, a produit les chiffres. Et si les chiffres deviennent négatifs, le budget revient immédiatement à sa base.

Tout débutant fait l'inverse. Trois gains d'affilée, la confiance s'envole, la taille double, et la quatrième opération est la grosse perte. L'échelle de performance est conçue pour rendre cela impossible. Elle fait que la personne autorisée à trader plus gros est celle qui a prouvé, sur le papier, qu'elle le devait. Dimensionnez selon les preuves, pas selon l'excitation.

La première entrée est sacrée

Passons maintenant à la seconde moitié de la compétence : non plus combien, mais comment.

La pire habitude que j'aie eue était d'acheter tout d'un coup. Voir l'idée, aimer l'idée, acheter la position entière, puis découvrir la semaine suivante que le prix avait d'autres projets. Le remède, ce sont les entrées échelonnées, et mon processus traite la première entrée différemment de toutes les autres.

L'entrée numéro un est l'entrée de la peur, l'entrée au bon prix, et elle est dimensionnée par la formule ci-dessus. Elle se produit à un niveau que j'ai choisi à l'avance, en général un repli sur un support dans une entreprise que je voulais déjà, idéalement quand le sentiment est effrayé. Elle est sacrée au sens où c'est la seule entrée qui ne dépend pas de ce que le prix fera ensuite. Tout ce qui vient après est conditionnel, et la condition est la direction.

Trois routes après la première entrée

Après l'entrée numéro un, le prix fait l'une de ces trois choses, et mon processus prévoit une règle différente pour chacune.

Le prix baisse. Si la thèse est intacte et que l'entreprise est capable de se redresser, c'est là que je renforce vers le bas : j'achète la tranche suivante à un niveau plus bas prévu à l'avance, puis la suivante encore plus bas, avec une limite sur le total. C'est l'échelle classique, et elle fonctionne à merveille sur une entreprise de qualité en pleine panique, ce qui est exactement la situation pour laquelle elle a été conçue. C'est aussi, prise isolément, un piège, parce qu'une

échelle qui n'achète jamais qu'à des prix plus bas ne se remplira complètement que le jour où vous avez tort. Vous finissez avec votre taille maximale sur vos perdants et votre taille minimale sur vos gagnants. La règle de renforcement à la baisse est donc soudée à deux conditions : l'entreprise doit avoir passé le test de redressement, et la thèse doit être encore intacte quand je la vérifie à chaque barreau. Un prix plus bas n'est pas une raison. C'est un prix.

Le prix monte. C'est la route que presque personne ne prépare, et c'est là que se trouve l'argent. Si l'opération se confirme, c'est-à-dire si le prix franchit les niveaux que j'attendais avec un volume correct, je pyramide : je renforce le gagnant, en tranches décroissantes, disons la moitié de la position visée d'abord, puis 30 pour cent, puis 20, et uniquement quand la tranche précédente est déjà en profit. À chaque renforcement, le stop de l'ensemble de la position remonte, si bien que l'opération protège une part croissante de ses propres gains à mesure qu'elle grandit. Le pyramidage s'arrête quand la tranche suivante ne peut plus franchir la barre du ratio gain/risque exigée pour ce niveau de qualité, parce que le prix s'est trop éloigné du stop. Ce sont les mathématiques qui mettent fin à la pyramide, pas la volonté.

Renforcer un gagnant paraît contre nature, et c'est pourquoi presque personne ne le fait. Cela ressemble à de la course-poursuite. La différence, c'est que courir après une action, c'est l'acheter parce qu'elle a monté ; pyramider, c'est acheter davantage de quelque chose que vous détenez déjà, que vous avez déjà étudié et pour lequel vous aviez déjà un plan, parce que cette chose fait ce que vous aviez annoncé. C'est la meilleure expression de la règle de Soros : quand vous avez

raison, ayez raison en taille. Je le réserve aux entreprises de grande qualité dans une tendance confirmée avec une cible large ; ce n'est pas approprié pour les sociétés fragiles, et jamais pour quoi que ce soit avec effet de levier, parce que pyramider un véhicule à levier, c'est du levier sur du levier.

Le prix stagne. Il touche une vraie résistance et cale. L'option consiste alors à faire du cycle : vendre une partie de la position près du haut du canal et la racheter près du bas, de façon répétée, tant que le canal tient. Cela n'a de sens que dans un compte exonéré d'impôt, car dans un compte imposable chaque vente est un événement fiscal et l'impôt mange en général l'avantage. Et il y a un calcul précis à faire avant d'essayer, que la plupart des gens sautent : à quelle fréquence le rachat doit-il effectivement réussir pour simplement rentrer dans ses frais, compte tenu de la distance que l'action pourrait parcourir sans vous ? La réponse est souvent « plus d'une fois sur deux », une barre plus haute qu'elle n'en a l'air, et la raison pour laquelle je fais rarement du cycle.

Deux clés

Chacune de ces règles de continuation produit un signal. Le prix atteint le barreau suivant. La condition de pyramidage est remplie. La résistance est touchée. Et voici la règle qui empêche les signaux de me diriger plutôt que l'inverse : aucun signal ne se déclenche seul.

Chaque renforcement, chaque allègement, chaque rachat exige deux clés. La première est quantitative : le niveau est atteint, la catégorie et le ratio gain/risque tiennent toujours, les plafonds et la chaleur ne sont pas dépassés. La seconde est contextuelle : le feu du

marché n'est pas rouge, l'actualité du jour n'a pas changé le tableau, l'entreprise n'est pas sur le point de publier ses résultats, le mouvement s'appuie sur du volume, et la thèse figée est encore intacte quand je la relis. Les deux clés tournent, ou bien il ne se passe rien. Un déclencheur activé produit un nouveau regard sur l'opération, pas un ordre automatique.

Les mathématiques peuvent autoriser une opération ou y opposer leur veto. Elles ne peuvent jamais l'imposer. Cette phrase figure en gras dans mon processus, parce que le jour où je laisserai un tableur me commander un renforcement auquel je ne crois pas sera le jour où je cesserai d'être un investisseur pour devenir une machine moins bonne que la machine.

Jamais avant un événement

Une règle précise, qui a sa place ici parce que c'est la manière la plus fréquente dont les deux clés me sauvent. Je ne renforce jamais une position, et je n'en ouvre jamais une nouvelle, dans le jour ou les deux jours qui précèdent la publication des résultats d'une entreprise, ou l'un des grands événements macroéconomiques programmés du chapitre 5. Le chapitre 5 en donnait la raison : le résultat est un pile ou face que je ne peux pas analyser, donc le lendemain sera bien assez tôt.

Le schéma « vendre la nouvelle » du chapitre 2 en est l'autre moitié. Si je conserve quelque chose jusqu'à ses propres résultats, c'est un choix délibéré, fait à froid, pas le comportement par défaut. Et lorsque la fréquence historique indique que l'action baisse en général le jour de la publication même quand la nouvelle est bonne, la hausse qui précède l'événement

est le paiement et j'allège dedans. Conserver une position pleine à travers un événement binaire en espérant être payé deux fois n'est pas une stratégie. C'est un pari, quel que soit le nom que je lui donne.

Il existe une règle voisine pour le cadeau rapide et inattendu. Si une position bondit de 15 pour cent ou plus en une seule séance sans atteindre une cible, et que l'entreprise ne fait pas partie des géants, j'allège une partie quoi qu'il arrive, pour la raison donnée au chapitre 4.

La mécanique : les ordres et la forme du marché

Une section courte et pratique, parce que la différence entre une bonne et une mauvaise entrée tient parfois simplement au type d'ordre que vous avez utilisé.

Un ordre au marché achète maintenant, au prix qui se présente. Très bien pour une action géante et liquide ; dangereux pour une action peu échangée, où « le prix qui se présente » peut être plusieurs pour cent moins bon que ce que vous attendiez. Un ordre à cours limité n'achète qu'à votre prix ou mieux, et c'est ainsi que chaque barreau planifié d'une échelle devrait être placé : vous décidez le niveau à froid, l'ordre attend, et le marché vient à vous ou ne vient pas. Un ordre stop vend automatiquement si le prix descend jusqu'à un niveau ; c'est la manière dont un stop est réellement mis en œuvre, et il se transforme en ordre au marché lorsqu'il est déclenché, si bien que sur une valeur peu liquide il peut s'exécuter très en dessous de votre niveau dans un mouvement rapide. L'ordre stop à cours limité évite cela en ne vendant qu'à votre prix ou mieux, au risque de ne pas vendre du tout dans un krach. Enfin le stop

d'achat, qui déclenche un achat si le prix franchit un niveau à la hausse, sert parfois à confirmer une cassure avant d'entrer ; je l'ai trouvé le plus souvent inutile sur les petites sociétés, où il s'exécute sur du bruit et vous donne un prix moins bon sans véritable confirmation.

La forme du marché compte aussi. La liquidité, c'est-à-dire la facilité avec laquelle vous pouvez acheter ou vendre sans faire bouger le prix, est une propriété de l'action, pas de votre courtier. Sur une valeur géante, vous pouvez placer un stop en attente et lui faire confiance. Sur un fonds peu échangé ou une petite société, un stop en attente peut être déclenché par une seule transaction aberrante, une mèche sur le graphique, qui s'inverse en quelques minutes, et vous aurez vendu votre position au plus bas de la journée à personne en particulier. Sur les valeurs peu liquides, je surveille le niveau manuellement ou j'utilise un stop à cours limité. Et au-delà d'une certaine taille sur n'importe quelle valeur, je vérifie l'écart entre l'achat et la vente ainsi que le volume quotidien avant de m'engager, parce qu'une position dont vous ne pouvez pas sortir n'est pas une position, c'est une prise d'otage.

Les liquidités sont une position

Dernière réflexion. La décision de taille la plus difficile n'est pas de savoir combien acheter. C'est de savoir combien laisser tranquille.

Chaque règle de ce chapitre, les plafonds, la limite de chaleur, la réserve, les barreaux qui ne seront peut-être jamais atteints, est une manière de garder des liquidités volontairement. Cela ressemble à un échec quand le marché monte et que tout le monde est investi à fond. C'est exactement l'inverse. Les liquidités sont ce qui

vous permet d'être l'acheteur quand le marché panique et que tous les autres sont vendeurs forcés, et l'acheteur dans une panique est la seule personne du marché à qui un bon prix est garanti. Tout l'article de Buffett en 2008, c'était un homme qui avait du cash écrivant à des gens qui n'en avaient pas.

Je tiens une liste de courses précisément pour ce moment : les grandes entreprises que je veux posséder, et les prix auxquels je veux les posséder, écrits au calme pour que le jour venu j'exécute un plan au lieu d'essayer de réfléchir pendant que mon portefeuille brûle. Protéger la base, garder l'ancre, préparer la poudre, et acheter la peur en tranches. Les tranches, c'est ce chapitre. La poudre, c'est l'argent que vous n'avez pas dépensé.

Ce que je fais concrètement

Pour chaque dossier qui passe le filtre, la partie taille de position se déroule toujours de la même façon. Trouver le stop, sur la structure, au prix où la thèse est invalidée. Mesurer la distance entre l'entrée et le stop en pourcentage. Prendre le budget de risque correspondant à ce niveau de conviction. Diviser. Puis plafonner le résultat par la limite de position unique, la limite de chaleur et le nombre de positions, et retenir le plus petit chiffre. Vérifier qu'il passe le plancher des frais. Noter la taille en nombre d'actions, pas seulement en euros, pour n'avoir rien à calculer le jour venu.

Vient ensuite le plan d'entrée : l'entrée numéro un à son niveau et à sa taille ; les barreaux de renforcement à la baisse en dessous avec leurs tailles, chacun conditionné à la survie de la thèse après vérification ; les barreaux de pyramidage au-dessus avec leurs tailles, chacun

conditionné au fait que le précédent soit en profit et que le stop remonte d'un cran ; le prix au-dessus duquel je n'achèterai pas du tout ; et le calendrier des événements avant lesquels je ne renforcerai pas. Le tout en ordres à cours limité quand le compte le permet, pour que les décisions soient prises une fois, à froid, et que le marché vienne à mes prix ou n'y vienne pas.

Cela prend dix minutes en plus du dossier. Cela n'a jamais été la partie intéressante d'une opération. C'est la partie qui décide si une opération intéressante a le droit de me faire mal.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Budget de risque. La somme fixe que vous êtes prêt à perdre sur une opération, en petit pourcentage du portefeuille, légèrement modulée par la conviction.

Distance au stop. L'écart entre l'entrée et le prix où vous avez tort, en pourcentage.

Taille de position = budget de risque ÷ distance au stop. La seule formule. Stop serré, position plus grande ; stop large, position plus petite ; même risque dans les deux cas.

Critère de Kelly. Les mathématiques du dimensionnement des paris : trop gros est fatal même avec un avantage.

Plafonds. Position unique maximale, chaleur totale maximale (somme des budgets de risque ouverts), nombre maximal d'opérations ouvertes. La taille est le plus petit de tous ces chiffres.

Plancher de frais. Une position trop petite pour que les frais de courtage restent sous environ 2 pour cent dans chaque sens ne vaut pas la peine d'être prise.

Réserve. Des liquidités toujours disponibles pour les paniques. Jamais investi à 100 pour cent.

Échelle de performance. Le budget de risque n'augmente que lorsque le journal prouve qu'il le doit, et redescend quand ce n'est plus le cas.

Entrée échelonnée / tranche. Acheter en morceaux planifiés plutôt que tout d'un coup.

Renforcement à la baisse. Acheter à des niveaux plus bas prévus à l'avance, uniquement dans une entreprise capable de se redresser et dont la thèse est intacte. Un prix plus bas n'est pas une raison.

Pyramide. Renforcer un gagnant en tranches décroissantes, uniquement quand la précédente est en profit, avec le stop qui remonte d'un cran. Jamais sur un perdant, jamais avec du levier.

Cycle. Vendre près du haut d'un canal et racheter près du bas. Comptes exonérés d'impôt uniquement ; faites d'abord le calcul du point mort.

Deux clés. Chaque déclencheur exige les chiffres et le contexte. Les mathématiques autorisent ou opposent leur veto, jamais elles n'imposent.

Événement binaire. Des résultats, une décision de taux, un lancement : un pile ou face que vous ne pouvez pas analyser. Ne renforcez jamais avant.

Ordres au marché / à cours limité / stop / stop à cours limité. Maintenant à n'importe quel prix ; à votre prix ou mieux ; vendre si le prix descend à un niveau ; vendre à votre prix ou pas du tout.

Liquidité / risque de mèche. La facilité avec laquelle vous pouvez négocier sans faire bouger le prix. Les valeurs peu échangées peuvent déclencher un stop sur une seule transaction aberrante.

Chaleur. Le risque total sur l'ensemble des opérations ouvertes.

Liste de courses. Les entreprises et les prix que vous voulez dans une panique, écrits au calme.

CHAPITRE HUIT

Gérer, sortir et apprendre

Pourquoi les avions sont sûrs et les hôpitaux ne le sont pas

En 2015, le journaliste Matthew Syed a publié un livre intitulé Black Box Thinking, et sa comparaison centrale m'a marqué plus que tout ce que j'ai pu lire sur les marchés. L'aviation commerciale est l'une des activités les plus sûres que l'humanité ait inventées. Au cours d'une année récente typique, quelques centaines de personnes meurent dans des accidents d'avion à travers le monde, sur des milliards de passagers. Le système de santé, lui, tue des centaines de milliers de personnes par an à cause d'erreurs évitables, selon certaines estimations.

La différence ne tient pas au fait que les pilotes seraient plus intelligents que les médecins. Elle tient à ce qui se passe après l'accident. Chaque avion embarque une boîte noire. Chaque crash est examiné par des experts indépendants, les conclusions sont publiées, et toutes les compagnies aériennes du monde modifient leurs procédures en conséquence. L'échec est traité comme une donnée. En médecine, historiquement, un décès dû à une erreur était une tragédie privée, l'affaire d'une réunion discrète, parfois d'un procès, et la même erreur était commise dans l'hôpital voisin la semaine suivante.

La plupart des investisseurs gèrent leur portefeuille comme l'hôpital. Une position perdante est gênante, donc on ne l'examine pas. Une position gagnante est flatteuse, donc on ne l'examine pas non plus. Vingt ans passent, la personne a réalisé deux cents opérations et n'a presque rien appris, parce que rien n'a jamais été écrit puis comparé à ce qui s'est réellement produit. Ce chapitre parle de gérer votre portefeuille comme une compagnie aérienne : quoi faire pendant qu'une position est ouverte, comment la clôturer, et la boîte noire qui transforme chaque clôture en leçon.

Gérer : la position est vivante

Une position, une fois ouverte, n'est pas une chose que vous possédez. C'est une chose dont vous êtes responsable, et cette responsabilité a un rythme.

Chaque jour, pour tout ce que je détiens, un coup d'œil : le prix face au plan, et un statut en un mot. Sur les rails, c'est-à-dire que la thèse se déroule comme prévu. Lent, c'est-à-dire que la thèse est intacte mais que le calendrier s'étire. À risque, c'est-à-dire que quelque chose dans le plan a été remis en cause. Stop touché ou cible touchée, c'est-à-dire qu'une action décidée d'avance doit être exécutée. Ce statut n'est pas un ressenti. Il se lit dans le dossier, face à la thèse gelée et au calendrier daté.

Chaque semaine, pour les positions les plus rapides, je recalcule les niveaux : où est le support maintenant, où est la résistance, la tendance a-t-elle changé. Chaque mois, pour tout, un contrôle de thèse, qui tient en une seule question honnête : la raison pour laquelle j'ai acheté est-elle toujours vraie ? Pas « est-ce que ça monte ou ça descend », qui est du bruit, mais « est-ce

que la chose que j'annonçais est en train de se produire ? » Et pour toute position à plus de 30 pour cent de perte, une revue formelle plutôt qu'un coup d'œil, parce qu'une perte de cette taille signifie soit que la thèse est morte, soit que le marché offre quelque chose, et j'ai besoin de savoir laquelle des deux.

La règle qui gouverne tout cela : les niveaux ne bougent que vers une véritable nouvelle structure. Si une action construit une nouvelle base plus haut, le stop peut remonter sous cette base. Si un nouveau niveau de résistance apparaît, la cible peut être réexaminée. Ce qui n'est jamais permis, c'est d'élargir un stop parce que le prix s'en approche, ou d'abaisser une cible parce que la position met trop de temps. Ce ne sont pas des mises à jour de niveaux. C'est la thèse gelée que réécrit en douce quelqu'un qui n'a pas envie d'avoir tort.

Quand le marché prend le pas sur la position

Il existe une couche au-dessus de chaque position, et c'est le feu du marché du chapitre 2. Quand le marché dans son ensemble passe à l'orange ou au rouge, les règles de toutes les positions changent d'un coup, quoi que dise le dossier individuel.

À l'orange, la barre pour toute nouvelle entrée monte, et je commence à alléger ce que je détiens de plus fragile. La fragilité a un ordre : d'abord les positions à effet de levier et celles liées aux cryptos, puis les valeurs de forte croissance qui bougent deux fois plus que le marché, puis les valeurs de qualité, et jamais l'ancrage indiciel, parce que l'ancrage est la seule chose que je conserve à travers tout. Chaque swing trade ouvert voit son stop confirmé et aucun stop n'est élargi. Au rouge,

plus rien de nouveau ne s'ouvre, les stops remontent pour protéger ce qui a été gagné, et j'écris la liste de courses des grandes entreprises que je veux à des prix plus bas. Et à la capitulation, quand la jauge de sentiment est au plancher et que la plomberie commence à se calmer, la protection est déjà en place et le travail bascule vers l'achat depuis la liste, par tranches, pendant que c'est horrible à vivre.

J'ai appris le coût des erreurs dans les deux sens. Trop nerveux, et mon feu est resté à l'orange pendant trois semaines alors que rien n'était réellement cassé, et j'ai regardé passer deux bonnes entrées parce qu'une règle, et non une raison, me retenait. Trop détendu, et vous êtes la personne pleinement investie le jour où la plomberie lâche. Le feu doit être rare dans ses alertes et décisif quand il sonne, et le calibrer m'a pris un an à noter quand il avait raison et quand il criait au loup.

Sortir : les cinq raisons légitimes

Il y a exactement cinq raisons qui m'autorisent à vendre, et « ça fait mal » n'en fait pas partie.

La cible est atteinte. Le dossier a fixé une première cible où je prends une partie du profit, et une cible principale où l'essentiel du reste est soldé. Quand la première cible est touchée, quelque chose de précis se produit ensuite : le stop de la position restante est recalculé sur un vrai plancher structurel, un niveau du graphique qui devrait céder pour que la thèse soit fausse, et j'évalue ma confiance dans ce plancher. Cela vient d'une découverte douloureuse : après avoir pris mon profit sur une première tranche, je laissais le stop là où il avait toujours été, à l'entrée initiale, ce qui voulait dire que les titres restants portaient plus de

risque que le jour de l'achat. Un stop posé par défaut, sans raison, est pire que ne rien faire du tout, parce qu'il donne l'impression d'une protection qui n'en est pas une.

Le tueur de thèse se déclenche. L'événement unique nommé dans le dossier, celui qui met fin à la position quel que soit le prix. C'est la sortie la plus propre qui soit, parce que la décision a été prise des mois plus tôt par une version plus calme de moi-même. Quand une entreprise dont tout l'attrait tenait à ce qu'elle ne vendrait jamais son actif principal en a vendu une partie, le dossier disait quoi faire et je l'ai fait, même si le prix du moment était un prix de peur et que chaque instinct me disait d'attendre.

Le stop est touché. Sur un swing trade, le stop n'est pas une suggestion. Si le prix l'atteint, la position est clôturée, la perte est celle que j'avais acceptée avant de commencer, et la revue a lieu dans la semaine. La tentation est toujours de lui accorder un jour de plus. La thèse gelée existe pour que « un jour de plus » doive être justifié par écrit face à un plan qui ne le prévoyait pas.

La foule devient folle. La règle d'euphorie du chapitre 6 : trois signes ou plus que le sentiment s'est détaché de la réalité, et au moins la moitié de la position est soldée quelle que soit sa situation face à la cible. C'est la règle qui prend le profit au sommet, non parce que je sais désigner le sommet, mais parce que le sommet a des symptômes reconnaissables et que le prix d'une vente trop tôt est bien plus faible que le prix de voir tout le gain s'évaporer.

L'audit annuel. Une fois par an, je regarde tout ce que je détiens face au plan du portefeuille dans son

ensemble, et tout ce qui n'y a plus sa place, une position qui a dérivé vers un rôle qu'elle n'était pas censée jouer, est vendu sur le fond, même si elle ne pose aucun problème.

Voilà toute la liste. Remarquez ce qui n'y figure pas. « C'est en baisse et j'ai la nausée » n'y est pas. « C'est en hausse et j'ai peur de perdre le gain » n'y est pas. « Un type sur Internet a dit que ça allait s'effondrer » n'y est pas. Chaque sortie doit correspondre à l'une des cinq, et si ce n'est pas le cas, je ne vends pas, je réagis, et le dossier existe précisément pour attraper cela.

Deux petites règles qui empêchent les erreurs répétées

La première est l'allègement de type « vendre la nouvelle » du chapitre 2, reformulé en règle de sortie : si je détiens une valeur à l'approche d'un événement programmé où l'histoire dit que le prix baisse d'habitude sur une bonne nouvelle, la hausse préalable est le paiement et j'allège dedans, puis je traite un résultat supérieur aux attentes suivi d'une baisse comme un schéma de ré-entrée plutôt que comme une thèse cassée.

La seconde est un garde-fou contre une boucle dans laquelle je suis tombé. Si je suis sorti au stop sur une position à un certain niveau puis que j'y reviens au même niveau, et que cela arrive deux fois sans nouvelle raison entre les deux, je me mets en retrait de cette valeur pendant un moment. Le marché me dit que mon niveau est faux, et le processus n'a pas le droit de continuer à payer pour le vérifier. J'ai essayé d'utiliser des délais d'attente fixes pour cela et ils n'ont jamais fonctionné de façon constante ; une ré-entrée peut être

juste en une semaine ou fausse en un trimestre. Le déclencheur est la répétition, pas le calendrier.

La boîte noire : la revue post-opération

Voici maintenant la partie qui fait fructifier tout le reste.

Dès qu'une position se clôture, pour l'une des cinq raisons, une revue est due dans les sept jours, et elle comporte deux moitiés par construction. La première est mécanique : chaque transaction de cette position extraite des relevés, le total investi, le total récupéré, le profit ou la perte en argent et en pourcentage, la durée de détention, la situation fiscale, et ce qu'a fait l'indice sur la même période, pour que je puisse voir si la position a battu ce que j'aurais pu acheter sans le moindre effort. Des chiffres, tirés des relevés, jamais de la mémoire.

La seconde moitié est la raison pour laquelle la première vaut la peine, et c'est une conversation avec moi-même en deux questions. Qu'est-ce que je croyais vraiment en entrant ? Pas la thèse polie du dossier, la vraie raison, avec mes mots, y compris la part gênante. Et qu'est-ce que je ressens vraiment face au résultat aujourd'hui ? Soulagé, agacé, conforté, chanceux ? Ces deux réponses sont écrites mot pour mot, et les phrases les plus utiles de tout mon processus en sont sorties. « Je ne le supportais plus, je ne savais pas pourquoi j'étais entré » : c'était la réponse pour Uber. « Le temps sauvera peut-être l'entreprise ; il ne sauvera jamais ses investisseurs dilués » : c'était la réponse pour Virgin Galactic. Aucune des deux ne serait apparue dans une revue purement chiffrée, et toutes deux ont changé les règles.

Ensuite la revue pose les questions de l'analyste. La thèse était-elle correcte ? La sortie s'est-elle passée comme prévu, et sinon, pourquoi ? Les chiffres ont-ils tenu ? Avais-je raison pour les bonnes raisons, ou raison par chance, ou tort par malchance ? Laquelle des cinq forces me poussait, s'il y en avait une ? Que ferais-je différemment ? Et la dernière, celle qui referme la boucle : quelle règle unique doit changer en conséquence ? Si la réponse est aucune, très bien. Si la réponse est quelque chose, le processus est modifié le jour même, et l'opération devient une entrée dans une petite bibliothèque d'exemples, les dix ou quinze positions qui ont réellement appris quelque chose, citées par leur nom la prochaine fois qu'une configuration semblable se présente.

Cette bibliothèque est délibérément petite. Une bibliothèque de tout n'apprend rien. Chaque entrée gagne sa place en portant une leçon qu'aucune autre ne porte, et les entrées sont élaguées quand une position plus récente enseigne la même chose en mieux.

Le journal, et pourquoi le score n'est pas l'argent

Sous les revues se trouve un document plus simple, celui qui survivrait si tout le reste brûlait : le journal. Chaque fois qu'une position s'ouvre, une ligne : le ticker, la date, la thèse en une phrase, l'entrée, le stop, la cible, et un chiffre que presque personne n'écrit, ma probabilité que ça marche. Soixante pour cent. Quarante-cinq pour cent. Ce que je crois sincèrement. Quand la position se clôture, la ligne reçoit son résultat, un ou zéro, le rendement que j'avais prédit, le rendement obtenu, et ce qu'a fait l'indice pendant ce temps.

La probabilité est la clé de tout, et voici pourquoi. Sur un nombre suffisant de positions, je peux comparer ce que j'ai dit avec ce qui s'est produit. Si les positions que j'annonçais à 60 pour cent ont réussi 60 pour cent du temps, je suis calibré : ma confiance veut dire quelque chose. Si elles ont réussi 40 pour cent du temps, je suis trop confiant, et chaque espérance de gain que j'ai calculée était trop optimiste d'exactement cet écart. Il existe un score simple pour cela, le score de Brier, emprunté à la prévision météo : pour chaque position, prenez la différence entre la probabilité que vous avez donnée et ce qui s'est produit, mettez-la au carré, et faites la moyenne sur toutes les positions. Un prévisionniste parfait obtient zéro. Un lanceur de pièce obtient un quart. Le mien, au début, était pire que je ne l'aurais voulu, et connaître ce chiffre valait plus que n'importe quelle opération isolée.

Le chercheur Philip Tetlock a passé des années à étudier qui prévoit bien, et sa conclusion était que les meilleurs prévisionnistes, un groupe qu'il a appelé les superforecasters, n'étaient ni les plus experts ni les plus intelligents. C'étaient ceux qui tenaient les comptes, qui révisaient par petits pas, et qui traitaient leur propre confiance comme une chose à mesurer plutôt qu'à croire. Des gens ordinaires qui se notaient régulièrement battaient des analystes professionnels qui ne le faisaient pas. Voilà tout l'argument en faveur de la colonne des probabilités. Elle transforme un opérateur en prévisionniste, et un prévisionniste, ça se perfectionne.

La deuxième chose qu'enseigne le journal est la leçon la plus difficile de ce livre, et je laisse la joueuse de poker Annie Duke la nommer. Dans son livre Thinking in Bets, elle décrit une habitude qu'elle appelle le resulting :

juger la qualité d'une décision à la qualité de son résultat. Un conducteur ivre qui rentre chez lui sans encombre a pris une décision épouvantable avec un bon résultat. Un conducteur sobre qui se fait percuter a pris une bonne décision avec un mauvais résultat. Sur les marchés, l'équivalent est partout. Une position perdante avec un dossier bien construit, une espérance de gain positive et une taille correcte était une bonne décision qui est simplement tombée du mauvais côté de sa probabilité. Une position gagnante qui a enfreint toutes les règles, achetée sur un tuyau, surdimensionnée, sans stop, c'était de la chance, et la chance est le professeur le plus cher qui soit, parce qu'elle vous apprend à recommencer.

Le journal note donc la décision, pas seulement le profit. Ai-je suivi le processus ? La probabilité était-elle honnête ? La taille était-elle juste ? Une position peut être une perte et une bonne décision, ou un profit et une mauvaise, et sur cent positions les bonnes décisions sont la seule chose qui rapporte de façon fiable. C'est la phrase que j'accrocherais au mur si j'étais Paul Tudor Jones. Notez la décision, pas le résultat.

Le journal a encore une mission. Il est la preuve sur laquelle repose l'échelle de performance du chapitre 7. La taille augmente quand le journal dit que le palmarès l'a méritée, et pas avant. Celui qui a fait le travail ennuyeux de noter cent décisions est celui qui a le droit de miser plus gros, ce qui est exactement comme cela devrait être et exactement l'inverse de ce que font la plupart des gens.

Le non qui se note aussi

Un dernier morceau de la boucle que presque personne ne construit. Quand un dossier franchit tous les filtres et que finalement je n'entre pas, parce que l'entrée ne me plaisait pas, ou que la taille semblait trop grosse, ou que j'ai simplement hésité, cette décision est écrite et suivie. Le plan gelé reste sur le papier, et chaque semaine je vérifie s'il aurait touché sa cible, son stop, ou ni l'un ni l'autre, jusqu'à ce qu'il se résolve en un verdict : occasion manquée, bon choix, ou non concluant.

C'est inconfortable, et c'est pour cela que ça marche. Quelques-uns de mes refus se sont révélés être de bons choix : l'action a cassé son stop et j'étais content d'avoir regardé de loin. Plus de quelques-uns se sont révélés être des occasions manquées, et le motif commun était que je refusais de bonnes entreprises parce que le prix ou le graphique faisaient peur ce jour-là, ce qui est un biais qui porte un nom et se corrige. Sans la trace écrite, je n'aurais gardé en mémoire que les bons choix, parce que c'est ainsi que fonctionne la mémoire. Et un refus est toujours un verdict sur une configuration, à un prix, un jour donné. La même entreprise avec une meilleure configuration reçoit un nouveau dossier, pas un vieux non.

La boucle

Mettez tout le livre bout à bout et vous obtenez une seule boucle, et cette boucle est le processus.

Lisez l'ambiance, pour savoir si aujourd'hui est un jour où l'on ouvre quoi que ce soit. Lisez l'entreprise, le graphique et le monde, pour qu'une idée puisse franchir les trois filtres. Rédigez le dossier, à froid, avec une thèse, une taille, un stop, une cible, une condition

d'arrêt et une critique de vous-même. Entrez par étapes, avec deux clés à chaque ajout. Gérez face au plan, pas face à votre humeur. Sortez pour l'une des cinq raisons. Puis, dans la semaine, asseyez-vous avec la boîte noire : les chiffres, les deux questions honnêtes, la probabilité que vous aviez donnée face à ce qui s'est produit, et la règle unique qui doit changer. Modifiez le processus. Recommencez un tour.

Rien de tout cela n'exige du talent. Tout cela exige de le faire à chaque fois, y compris, et surtout, les fois où vous préféreriez ne pas. Les gens de ce livre qui ont réussi, d'une entreprise de fusées à qui il restait un lancement à un gérant de fonds avec trois mots sur son mur, n'avaient pas un don qui nous manquerait. Ils avaient une boucle, et ils refusaient de sauter une étape. J'en ai une aujourd'hui. C'est la chose la plus ennuyeuse que j'aie jamais construite, et c'est la première chose de ma vie financière que je n'échangerais contre rien.

LES MOTS QUE VOUS MAÎTRISEZ DÉSORMAIS

Statut. Sur les rails, lent, à risque, stop touché, cible touchée. Lu dans le plan, pas dans votre humeur.

Contrôle de thèse. Chaque mois : la raison pour laquelle j'ai acheté est-elle toujours vraie ? Pas « est-ce que ça monte ou ça descend ».

Revue de perte. Un examen formel de toute position à plus de 30 pour cent sous son prix de revient.

Recalcul des niveaux. Ne déplacer stops et cibles que vers une véritable nouvelle structure. Jamais élargir un stop ni abaisser une cible parce que le prix approche.

Le feu du marché. L'état général du marché, qui peut plafonner ou suspendre toute position, quel que soit son propre dossier.

Échelle d'allègement. L'ordre dans lequel les positions sont réduites quand le feu passe à l'orange : d'abord l'effet de levier et les cryptos, ensuite la forte croissance, la qualité en dernier, l'ancrage jamais.

Cinq sorties légitimes. Cible atteinte, tueur de thèse, stop touché, règle d'euphorie, audit annuel. Jamais « ça fait mal ».

Stop après la première cible. Après une première prise de profit, recalculer le stop de la position restante sur un vrai plancher, avec une note de confiance. Un stop par défaut est pire que pas de stop.

Garde-fou de répétition. Sorti au stop puis revenu au même niveau deux fois sans nouvelle raison : mise en retrait.

Revue post-opération. Due dans les sept jours suivant toute clôture. Des chiffres tirés des relevés, plus deux questions honnêtes avec vos mots, plus un changement de règle.

Bibliothèque d'exemples. Les dix ou quinze positions qui ont réellement appris quelque chose, gardée petite exprès.

Journal. Chaque position consignée à l'ouverture avec une probabilité, notée à la clôture avec son résultat.

Calibration. Savoir si vos annonces à 60 pour cent se réalisent 60 pour cent du temps.

Score de Brier. L'écart quadratique moyen entre votre probabilité et le résultat. Zéro est parfait, un quart est un lancer de pièce.

Resulting. Juger une décision à son résultat. Une position perdante peut être une bonne décision ; une position gagnante peut être de la chance.

Notez la décision, pas le résultat. La règle qui rend le journal digne d'être tenu.

Suivi des dossiers refusés. Un non qui avait franchi tous les filtres est suivi jusqu'à un verdict : occasion manquée, bon choix, ou non concluant.

La boucle. Lire, filtrer, rédiger le dossier, entrer, gérer, sortir, réviser, modifier, recommencer.

CONCLUSION

Ce que vous pouvez faire maintenant

Au début de ce livre, le vocabulaire était le mur. Le PER, la capitalisation, les écarts de crédit, le RSI, la courbe des taux, un résultat au-dessus des attentes, un résultat en dessous, un squeeze. Relisez ces mots maintenant. Aucun n'est plus un secret. Vous savez ce que vaut une entreprise et pourquoi le marché valorise si différemment un service public et un éditeur de logiciels. Vous savez ce qu'est la tuyauterie du système et comment distinguer une correction d'un krach. Vous savez ce qu'un graphique enregistre vraiment, ce que la carte des rotations fait à votre secteur, et à quelle tribu vous appartenez. Rien que cela vous place devant la plupart des gens qui achètent des actions depuis des années.

Mais le vocabulaire n'a jamais été le but. Le but, c'était la boucle, et cette boucle vous appartient.

Vous savez maintenant lire l'ambiance avant même de regarder la moindre entreprise, pour qu'une bonne idée un mauvais jour sache attendre. Vous connaissez les trois questions qu'une idée doit passer avant de mériter votre temps, et les cinq qu'elle doit passer avant de mériter votre argent. Vous savez qu'une opération que vous ne pouvez pas écrire en trois phrases nettes est une opération que vous ne comprenez pas, et que le dossier rédigé avant l'achat est ce qui vous tiendra

debout pendant la première mauvaise semaine. Vous savez décider la taille de position à partir du risque plutôt qu'à partir de l'excitation, entrer par étapes, et renforcer un gagnant au lieu d'un perdant. Vous connaissez les cinq raisons de vendre et la seule qui n'est jamais autorisée. Et vous savez que la revue écrite ensuite, avec vos mots, avec la probabilité que vous aviez donnée face à ce qui s'est produit, est la seule partie de tout cela qui s'améliore chaque année.

Rien de tout cela n'exige du talent. J'en suis la preuve. Cela exige une routine que vous suivez à chaque fois, y compris les fois où elle vous paraît idiote, ce qui sera le cas la plupart du temps. Commencez plus petit que vous ne le pensez. Écrivez plus que vous ne le croyez nécessaire. Notez la décision, pas le résultat. Et quand la foule est terrifiée et que chaque instinct vous dit d'attendre, souvenez-vous que les meilleures entrées se vivent mal, et que vous avez désormais une liste de courses rédigée un jour calme, précisément pour ce moment-là.

Vous vous tromperez encore. Moi aussi. Les investisseurs qui progressent ne sont ni plus malins ni plus chanceux que les autres. Ils ont un processus, et ils ont la discipline de le suivre les jours où il semble inutile. C'est là toute la différence, et elle est à la portée de n'importe qui.

Voilà tout le livre. Pas la chance. Pas le talent. Un processus, et la discipline de l'appliquer à chaque fois.

À PROPOS DE L'AUTEUR

Rex

Rex est un nom de plume. Derrière, un investisseur ordinaire avec un travail ordinaire, qui n'est ni gérant de fonds, ni analyste, ni conseiller financier, et qui n'a jamais travaillé dans la City.

Il a investi pendant plus de cinq ans, à travers deux bull runs, et a perdu sur position après position. Il en est sorti avec seulement quelques pour cent de gain au total, un piètre résultat comparé à ce que le marché a fait pendant ces années. C'est de cette frustration qu'est venue la décision que quelque chose devait changer. Le processus décrit dans ce livre est celui qu'il a construit ensuite, et qu'il applique toujours, avec son propre argent. Il n'a pas encore atteint l'indépendance financière. Ce livre est le premier d'une série écrite en chemin. Il partage le parcours au fur et à mesure, dans l'espoir que cela encourage d'autres personnes à commencer le leur, si elles le souhaitent. Le nom reste en dehors, parce que le nom n'a jamais été le sujet.