

Chers co-investisseurs,

Nos fonds continuent leur progression. Depuis le début de l'année, BDL Rempart Europe est en hausse de +7,00% et BDL Convictions de +9,41% tandis que le Stoxx 600 est en hausse de +2,07% (au 03/07/2013).

La simple idée que la réserve fédérale américaine puisse commencer à envisager une réduction de l'utilisation de sa planche à billets a provoqué une importante correction du marché obligataire (voir annexe 1 : reflux importants sur les ETFs). Les marchés actions n'ont pas été épargnés car les investisseurs s'inquiètent de l'impact de cette décision sur la croissance. Cette politique monétaire de taux bas qui a probablement été une réponse nécessaire à la crise financière a également alimenté une recherche frénétique de rendement. Quand les taux d'intérêt remonteront, les prix de certains actifs deviendront probablement insoutenables soit parce que la croissance s'estompera sans l'aide de cette politique monétaire ultra accommodante, soit parce que les rendements des actifs devront s'ajuster à la hausse du taux sans risque aux Etats-Unis.

L'autre source principale d'inquiétude, la plus sérieuse selon nous, vient de Chine. Le pays a, comme nous l'avons mentionné dans nos lettres depuis 2009, accumulé des surcapacités industrielles et immobilières qui ne génèrent pas ou peu de cash-flow. Ces investissements ont été réalisés via l'accumulation de dettes elles-mêmes alimentées par un système complexe de montages financiers non régulés (voir annexe 2 : comment la FED a financé le « shadow banking » chinois).

La banque centrale chinoise craignant de perdre le contrôle de la situation essaie de reprendre la main sur le contrôle du crédit. Ce rationnement du financement vient s'ajouter aux problèmes de rentabilité liés aux surcapacités considérables qui existent déjà dans de nombreuses industries comme le ciment, l'acier, la chimie, l'aluminium et la construction navale au moment même où les taux de croissance des exportations ralentissent. Un cercle vicieux se met en place car ces entreprises doivent réduire leurs achats de matières premières provoquant ainsi un ralentissement économique dans les pays émergents fournisseurs de ces minerais.

Investissements :

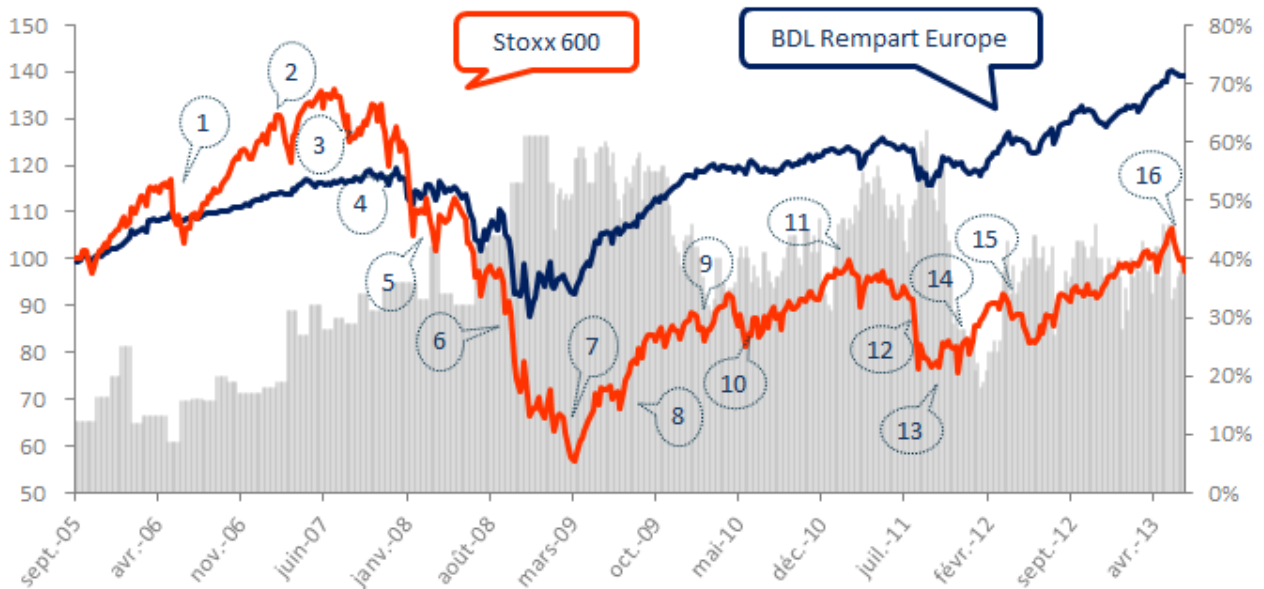
Nous conservons une approche prudente reflétée par notre faible niveau d'investissement. BDL Convictions est à son minimum pour respecter le ratio imposé par la fiscalité du PEA et BDL Rempart Europe a des expositions brute et nette qui se situent sur leur point bas si on exclut l'offre de rachat sur DE Master Blenders (cf lettre d'avril dernier). Les meilleurs modèles économiques restent selon nous survalorisés et sont passés malgré la correction des marchés de « beaucoup trop chers » à « encore trop chers ». Notre mission n'a pas changé : acheter de bons modèles économiques au bon prix. En attendant, la crise européenne et la défiance qu'elle entraîne de la part des investisseurs internationaux, nous offrent des opportunités intéressantes sur des secteurs industriels fortement exposés à l'Europe. Les restructurations et la consolidation dans certains secteurs devraient améliorer les marges d'entreprises dont l'activité sous-jacente ne peut pas être concurrencée par les importations.

Le tableau page suivante, qui illustre le choix du nom Rempart pour notre fonds phare, montre que nous avons, lors de la dernière phase de baisse de plus de 5% du marché (phase 16), réussi à « protéger » notre patrimoine en amortissant la baisse sur BDL Rempart Europe : le fonds a amorti 88% de la baisse et a surperformé le marché de 7.37% (du 22/05/2013 au 26/06/2013, Stoxx 600 : -8.39% vs BDL Rempart Europe : -1,02%).

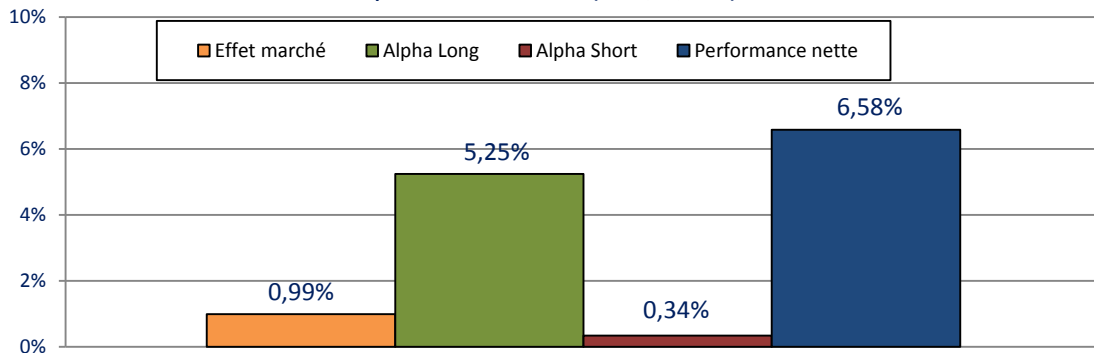
Performance
(base 100 au 7 septembre 2005)

Etude amortissement de la baisse du fonds BDL Rempart Europe

Exposition nette
(en %)



Attribution de performance du fonds BDL Rempart Europe
depuis le début de l'année (au 26/06/2013)



Source : BDL Capital Management

Hughes Beuzelin et l'équipe de BDL Capital Management

Lettre achevée d'être rédigée le 4 juillet.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. Nous invitons les souscripteurs à prendre connaissance des prospectus des fonds et à vérifier le niveau de risque lié à leur investissement.

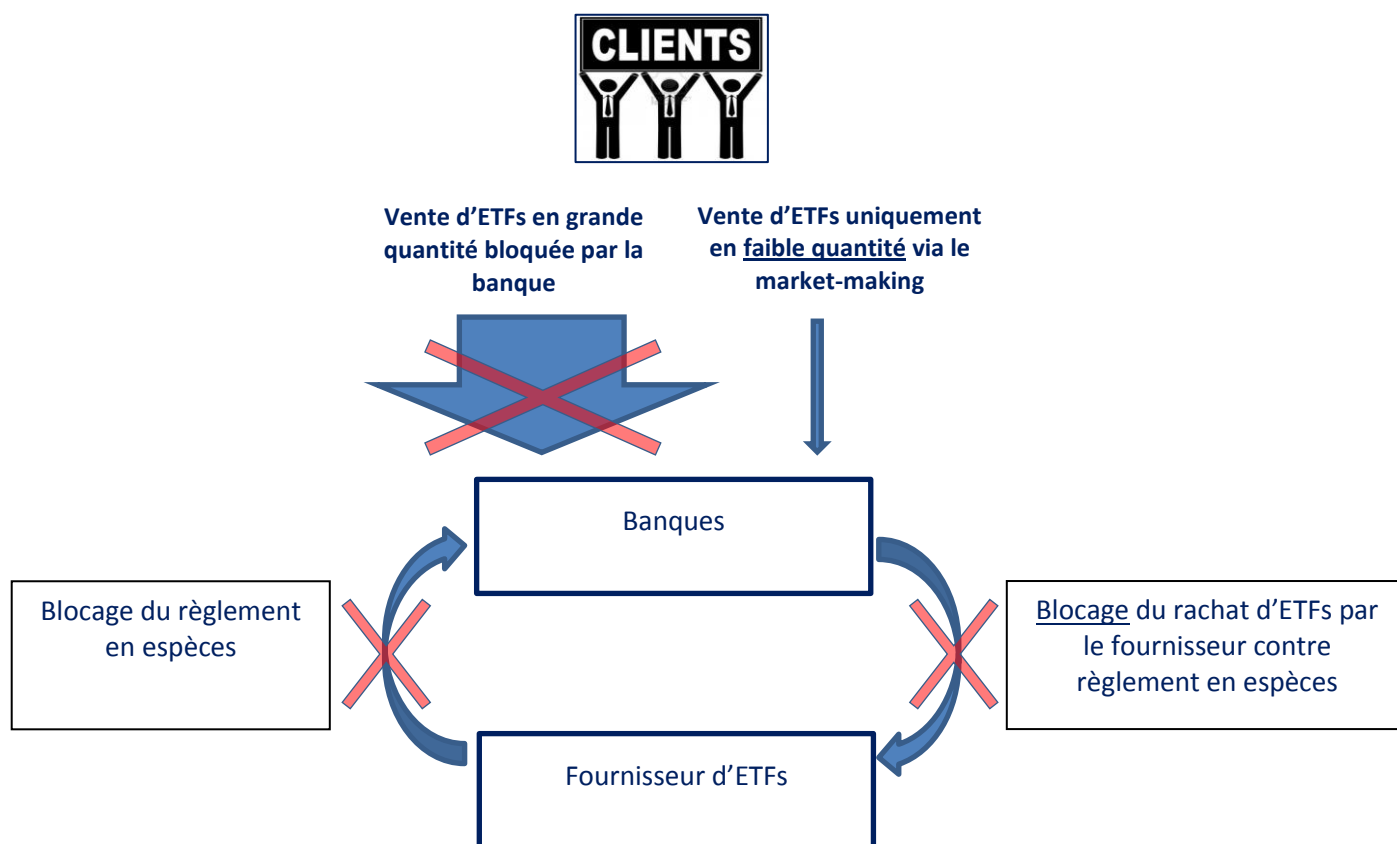
**Annexe 1 : reflux importants sur les ETFs
(par Thibault Wehbe, BDL Capital Management)**

La récente correction sur les divers actifs financiers a démontré la limite des **Exchange Trading Funds (ETF)**. Certaines banques auraient, selon la presse spécialisée, bloqué la vente d'ETFs en grande quantité. La diminution du « quantitative easing » envisagée par la réserve fédérale américaine ainsi que les nouvelles règles qui obligent les banques à réduire leur inventaire ont illustré le risque de détenir un ETF liquide répliquant un sous-jacent qui l'est beaucoup moins.

Ainsi, la vente massive de ces produits dans un marché fortement baissier aurait incité certains fournisseurs d'ETFs à empêcher les rachats contre un règlement en espèces. Les clients n'auraient ainsi pu vendre leurs ETFs auprès des banques qu'en très faible quantité via le market-making.

Finalement, les places financières ont découvert dans ce marché des ETFs de 2 000 milliards de dollars un nouveau risque majeur qui n'est à négliger ni par les investisseurs ni par les régulateurs : la liquidité de l'ETF peut en définitive se déprécier jusqu'à celle de son sous-jacent. CAVEAT EMPTOR* !

Blocage de la vente d'ETFs en grande quantité



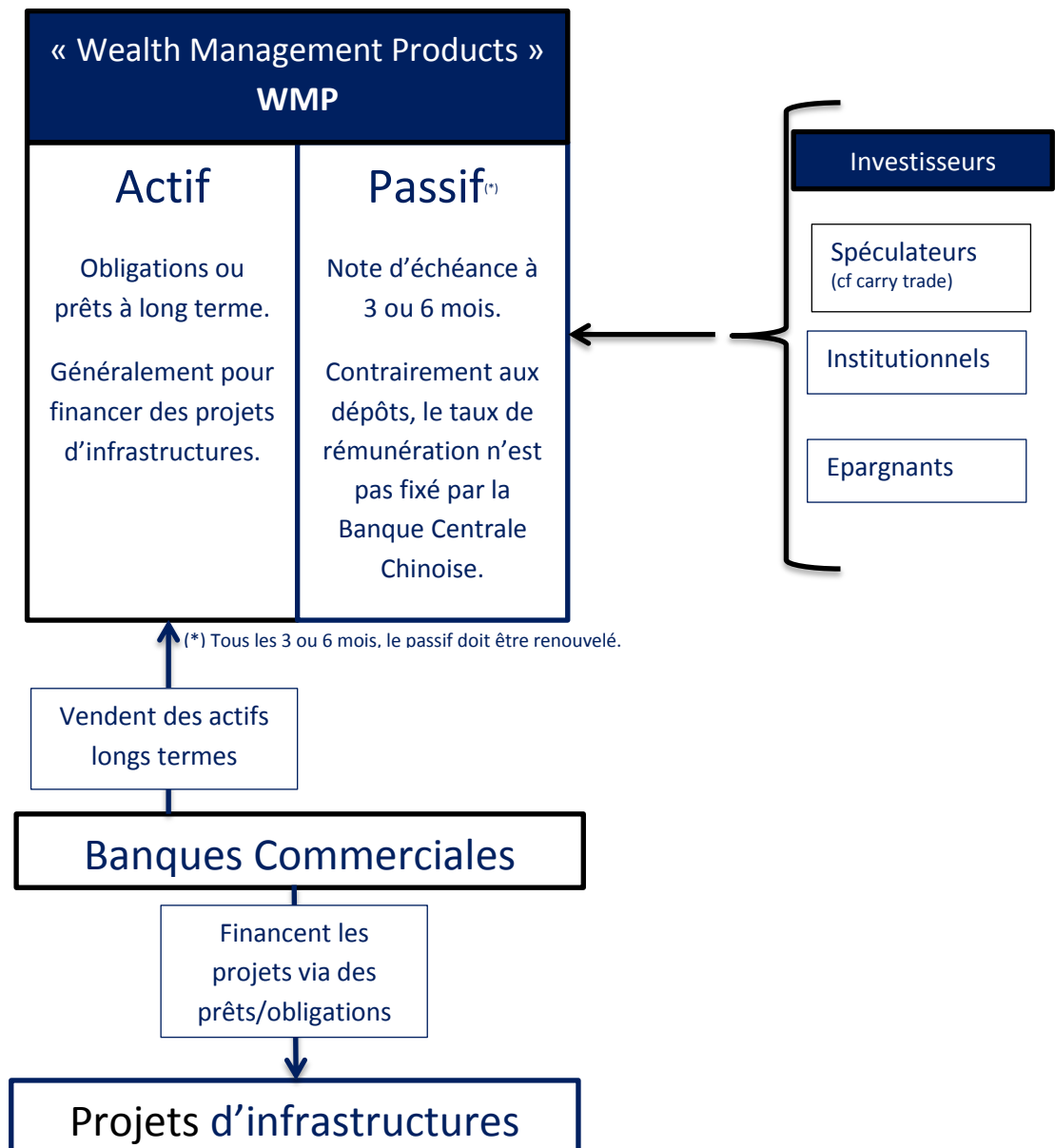
Source : BDL Capital Management

*Caveat emptor : provient du latin, 'que l'acheteur soit vigilant'.

**Annexe 2 : comment la FED a financé le « shadow banking » chinois
(par Maxime Hayot, BDL Capital Management)**

Le « shadow banking » chinois, i.e. l'ensemble des institutions financières et de crédits non régulées, joue un rôle important dans le financement de la croissance du pays depuis 2009. Comment fonctionne ce système et comment est-il financé ?

Le « shadow banking » repose principalement sur les « Wealth Management Products » (WMP) et les « Trusts ». Ces deux entités sont structurées sur le modèle des produits de titrisations et profitent de l'écart entre les taux de financement court terme et le rendement de leurs investissements à long terme.



Suite annexe 2

Une importante source de financement pour les « WMP » vient des spéculateurs chinois.

Ces derniers mettent en place un « carry trade » (opération de portage) entre le dollar américain et le yuan chinois (CNY). Le principe du carry trade est de financer un investissement en yuan par un emprunt en dollar. On arrive ainsi à bénéficier du faible taux d'intérêt court terme du dollar plus avantageux que celui du yuan.

Pendant le contrôle des capitaux chinois limite l'accès au marché de change dollar/yuan pour les opérations spéculatives. Afin de contourner cette réglementation, les spéculateurs chinois simulent une opération d'import export.

Voici en détail les étapes de l'opération :

Les spéculateurs chinois intervenant sur ces opérations sont principalement des industriels ou commerçants spécialisés dans l'importation/exportation de matières premières et ayant une holding en Chine et des filiales en zones franches.

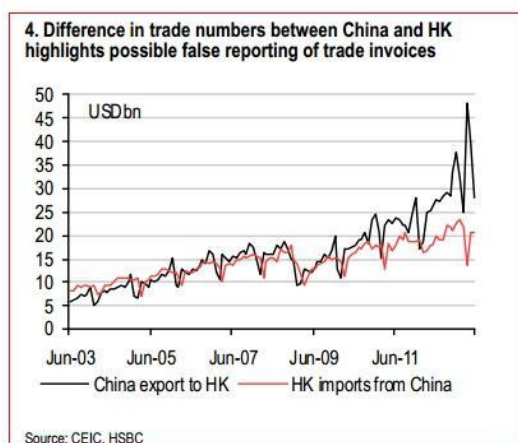
Etape 1 : Le spéculateur chinois via sa holding « Onshore B », demande à une banque de financer, via une Lettre de Crédit en USD, une opération d'import/export.

Etape 2 : Le spéculateur chinois via sa holding « Onshore B » utilise cette lettre de Crédit pour acheter un produit auprès d'un tiers « Offshore A ». Il obtient ainsi une promesse de livrer le bien physique ou « Warrant ».

Il n'y a donc aucune transaction physique.

Etape 3 : Le spéculateur chinois via sa holding « Onshore B » exporte le produit vers sa filière offshore « Offshore C ». Cette opération comptera dans les statistiques des exportations de produits Chinois vers Hong Kong. C obtient ainsi le « Warrant ».

Etape 4 : La filiale offshore « Offshore C » vend le « Warrant » au vendeur initial « Offshore A » contre un paiement en dollars. En pratique, le bien physique ne bouge pas des entrepôts initiaux. Cette opération ne comptera pas dans les statistiques des importations de produits Chinois depuis Hong Kong puisque le produit n'a pas bougé de l'entrepôt. Cf graphe ci-dessous.



Suite annexe 2

Etape 5 : la filiale offshore « Offshore C » échange ses dollars pour des yuans sur le marché des devises afin de payer sa maison mère « Onshore B ».

Etape 6 : La filiale offshore « Offshore C » envoie ses yuans au holding « Onshore B ».

Etape 7 : Le spéculateur chinois via sa holding « Onshore B » investit ses CNY dans les divers produits du « shadow banking » chinois.

Risque de change : Sur le cycle d’opération, A ne porte pas de risques autre que le risque de crédit vis-à-vis de la banque émettrice de la « USD Letter of Credit ». En effet, A vend initialement le « Warrant » à B contre un paiement en dollar puis rachète ce « Warrant » (à un prix inférieur pour couvrir les coûts associés) à C contre un paiement en dollar.

Le risque de change est porté par B. Le système de « fixing » du taux de change dollar/yuan ainsi que sa faible bande de variation autorisée par les régulateurs chinois limitent le risque de change associé à l’opération.

Les analystes de Goldman Sachs estiment qu’entre 15 % et 30 % des financements à l’exportation depuis 2011 sont utilisés pour ces opérations. Cela représente entre 60 milliards et 120 milliards de dollars (en comparaison avec la taille du « shadow banking » chinois de 1 000 milliards de dollars). La disparition de ces opérations complexes peut avoir un impact important sur la liquidité disponible dans le « shadow banking » chinois.

