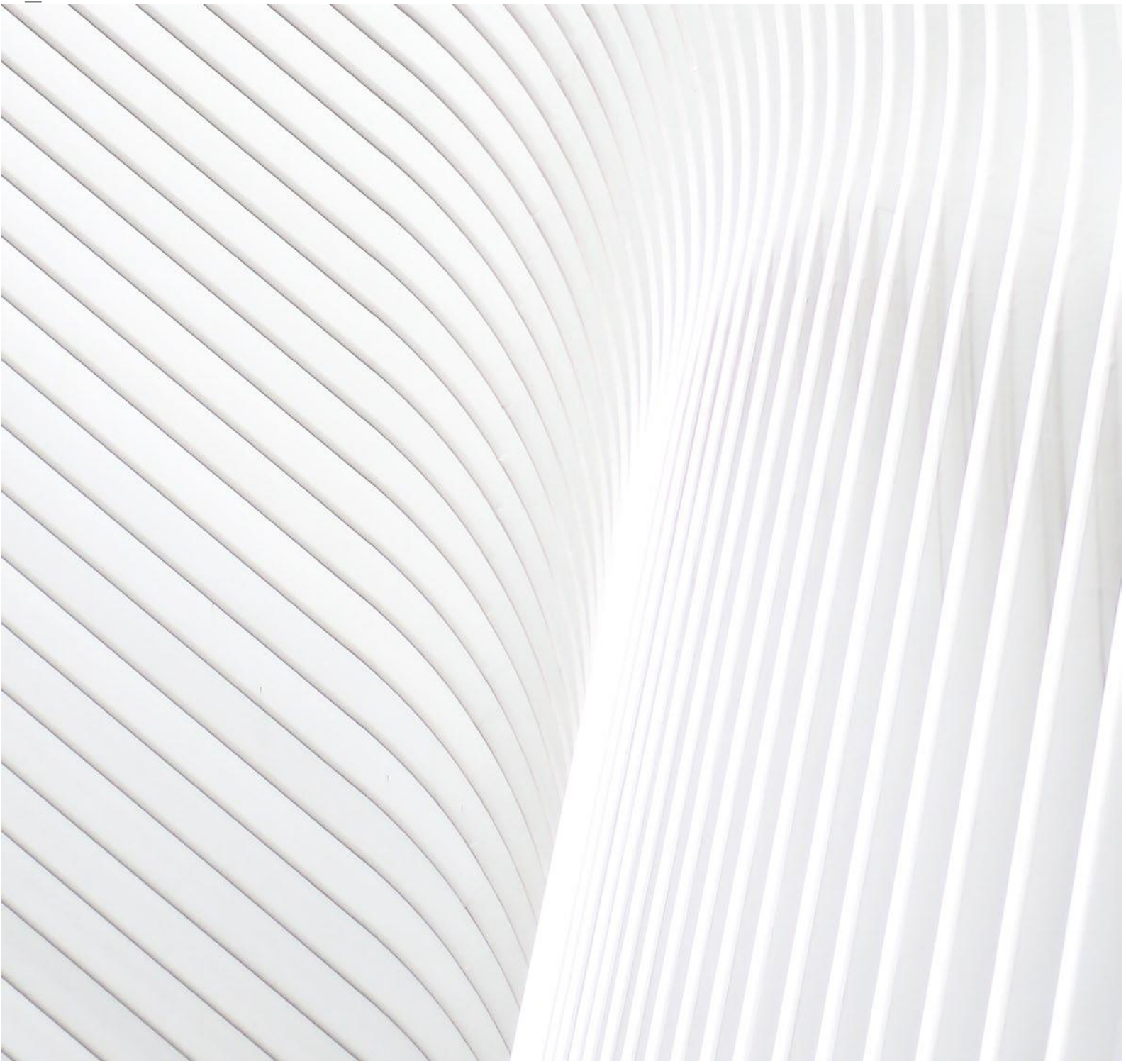


Réponses aux questions de nos clients

Matthieu Dulguerov, Chief Investment Officer

16.07.2021



« ... pour que l'évènement le plus banal devienne une aventure, il faut et il suffit qu'on se mette à le raconter. » Sartre¹

- Nous ne spéculons pas, nous investissons avec l'approche d'un industriel.
- Nous n'investissons pas à court terme.
- Nous ne nous hasardons pas à anticiper les récessions économiques puisqu'elles sont soit imprévisibles, soit inexploitablement financièrement.
- Nous ne commentons pas ce que font les marchés sur une base régulière et fréquente.
- Nous ne faisons pas de prévision aujourd'hui sur ce que les prix de marché vont faire demain, après-demain, dans le futur.
- Sous certaines conditions, la volatilité des prix n'est pas synonyme de risque, bien au contraire.
- Nous n'investissons pas dans les banques.
- Nous restons à l'écart des sociétés « pourries » même si elles ont l'air « bon marché »
- Nous ne réfléchissons pas en termes de styles et de secteurs.
- ...

Nous aurions pu expliquer notre approche de gestion en quelques points comme ci-dessus. Pourtant, à l'image de Jeff Bezos qui a interdit ce type de présentation chez Amazon, nous avons souhaité aller au-delà². En effet, le cerveau humain a une prédisposition à percevoir l'information quand celle-ci lui est présentée sous une forme narrative.

Pour bien saisir ce que nous entendons par narration, lisez ces deux phrases :

« Le bénéfice a baissé et le prix de l'action a baissé. »

« Suite à l'annonce de la baisse du bénéfice, le prix de l'action a baissé. »

La première phrase n'est que descriptive. La seconde est narrative, elle contient une petite histoire qui a permis de lier les faits, de contribuer à leur donner un sens et donc de faciliter leur mémorisation.

Malheureusement, les narrations peuvent également nous jouer des tours, nous induire en erreur. Au début de l'année 2019, un acteur majeur de la place financière parisienne nous a

¹ « Voilà ce que j'ai pensé : pour que l'évènement le plus banal devienne une aventure, il faut et il suffit qu'on se mette à le raconter. C'est ce qui dupe les gens : un homme, c'est toujours un conteur d'histoires, il vit entouré de ses histoires et des histoires d'autrui, il voit tout ce qui lui arrive à travers elles ; et il cherche à vivre sa vie comme s'il la racontait. »

² Dans un courriel envoyé en 2004 à son équipe senior, Bezos explique pourquoi Amazon n'utilisera plus la présentation PowerPoint à l'avenir. Selon lui, ces présentations « donnent en quelque sorte la permission de faire abstraction des idées, d'aplanir tout sentiment d'importance relative et d'ignorer l'interdépendance des idées ». Il n'est pas le premier PDG à penser de la sorte. En 1997, Scott McNealy, alors président de Sun Microsystems, a interdit l'utilisation de PowerPoint dans l'entreprise.

présenté son scénario macroéconomique pour l'année à venir. En quelques mots, le message était le suivant :

« L'indice phare des sociétés américaines, le S&P 500, a été multiplié par quatre depuis la dernière récession. Les injections de liquidités des banques centrales ont fortement contribué à cette phase haussière. Toutefois, comme avant l'arrivée de chaque récession, le président de la banque centrale américaine a augmenté le taux directeur. Le marché des actions, qui garde en mémoire l'effet dévastateur de la dernière récession économique qui avait vu la consommation des ménages baisser fortement, a donc sans surprise chuté de plus de 16% anticipant une récession. Les investisseurs ont finalement pris conscience que la croissance des bénéfices allait ralentir. »

Sur la base de ces éléments, quel est l'événement parmi les deux propositions ci-dessous qui a le plus de chance d'advenir ?

1. Récession
2. Récession et baisse des bénéfices des sociétés

Notre système de pensée a tendance à nous aiguiller vers la solution la plus facile. Très souvent, nous retenons la première explication qui nous vient à l'esprit et qui semble faire du sens. La vitesse prime sur l'exactitude³. Par exemple, à la lecture du scénario macroéconomique présenté ci-dessus, notre système de pensée a immédiatement et instinctivement complété une narration cohérente. Il a déduit qu'en période de récession il est peu probable que les sociétés conservent le même chiffre d'affaire que lors d'une période d'expansion économique, par conséquent leurs bénéfices baisseront comme lors de la dernière récession.

La seconde proposition est donc généralement jugée plus probable que la première. S'agit-il d'une réponse rationnelle ? Du point de vue de la théorie des probabilités, la réponse est clairement non. En effet, la seconde proposition ne peut être plus probable que la première étant donné que l'intersection de deux événements, « récession et baisse des bénéfices », n'est pas plus probable que la survenance d'un seul événement, la « récession »⁴.

Mais d'où vient donc cette capacité narrative et pourquoi s'est-elle imposée à nous ? Un début de réponse peut se trouver dans la biologie de l'évolution. Notre cerveau est l'héritage de nos ancêtres chasseurs-cueilleurs. A cette époque, les peureux qui s'enfuyaient dès qu'ils flairaient un danger avaient plus de chance de survivre que ceux qui préféraient vérifier empiriquement le bien-fondé de leur ressenti. Nous descendons donc de ceux qui ont privilégié la prise de décision rapide, fondée sur un minimum de preuves et des théories réductrices, dans le but de survivre. Souvent, les histoires réveillent nos peurs. Ce dernières nous empêchent de voir les choses clairement en focalisant notre esprit sur ce que nous avons

³ Pour plus d'information, se référer à Michael Gazzaniga, « Le libre arbitre et la science du cerveau », Odile Jacob, 2013.

⁴ Pour plus d'information sur l'erreur de conjonction voir Tversky, A. et Kahneman, D., « Extensional versus intuitive reasoning : The conjunction fallacy in probability judgment », *Psychological Review*, 90 (4), 1983. Pour plus d'information sur le biais de narration... <https://blog.francetvinfo.fr/classe-eco/2014/02/01/la-france-linvestissement-et-le-biais-de-narration.html>

peur de voir et nous poussent à agir rapidement de façon irréfléchie. Publilius Syrus⁵, un esclave d'origine syrienne, avait compris ce problème sous le règne de Jules César. En affirmant que « rien ne peut être fait à la fois dans l'urgence et avec prudence », il nous invite à prendre notre temps avant d'agir afin d'éviter les dommages causés par l'action spontanée.

Méfiez-vous donc des histoires !

A ce stade, le message que nous véhiculons peut faire sourire puisque c'est en vous racontant des histoires sur comment et pourquoi les gens se font manipuler par les histoires que nous vous conseillons de vous méfier des histoires !

C'est juste mais l'histoire ne s'arrête pas là. En 2009, deux écrivains, Rob Walker et Joshua Glenn, ont réalisé un projet intitulé « Significant Objects » visant à déterminer la valeur économique des narrations. Ils ont acheté 100 articles sur les marchés aux puces payant en moyenne 1,29 US\$ par objet. Il s'agissait d'une collection de boules à neige en tout genre, de figurines mystérieuses et d'autres babioles. Ils ont ensuite demandé à des écrivains d'écrire de courtes histoires sur chacun de ces objets. Ensuite, ils ont affiché les articles en vente sur eBay accompagnés de leur histoire. Résultat, ils ont vendu les articles pour un prix moyen de 36.12 US\$ par objet, ce qui représente 28 fois le prix d'achat moyen !

Les histoires ont donc de la valeur mais à qui profitent-elles ? Comment se répartit cette création de valeur ? En matière de communication financière, les histoires ne profitent-elles qu'aux narrateurs ou également aux destinataires ?

Imaginez un monde sans histoire. Les investisseurs seraient condamnés à investir dans des stratégies qu'ils ne comprennent pas, des « Black Box ». Investiriez-vous tout votre argent dans une stratégie gérée par une « Black Box » qui, jusqu'à présent, affiche d'excellentes performances ? Certainement pas ! Et les courageux qui accepteraient naïvement d'investir une petite partie de leur fortune paniqueraient et s'enfuiraient dès la première chute de la performance.

Imaginez, dans un second temps, qu'après cette chute de performance, la « black box » ait réussi à remonter la pente et affiche à nouveau des performances remarquables. Que feriez-vous ? La plupart d'entre nous achèterait à nouveau la stratégie « black box ». Sans comprendre, il est fort probable que les décisions d'achat et de vente prises par l'investisseur soient réalisées au pire moment ce qui est bien évidemment nuisible à l'investisseur et au gérant. Ce petit exemple, vous illustre le côté symétrique des histoires. Elles profitent à toutes les parties prenantes lorsqu'elles sont rédigées avec bienveillance.

C'est dans cet esprit que nous avons décidé de composer de petites histoires, indépendantes les unes des autres et écrites avec le souci de résister à l'épreuve du temps. En effet, tout comme la façon dont nous investissons devrait continuer à fonctionner dans un futur lointain, les histoires que nous racontons aujourd'hui devraient rester valables à l'avenir. Toutes ces histoires, rédigées sous forme de contes, récits autobiographiques, fables sont nos réponses à vos questions. Leur somme constitue la mosaïque de notre gestion de fortune qui, nous l'espérons, brodera un portrait compréhensible de ce que nous faisons.

⁵ Sentences, Belles Lettres