

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME

PAR PETER SHAPIRO

Vers la fin de la Seconde Guerre Mondiale, l'armée allemande commença à lancer des missiles V-2 sur Londres. Ces fusées supersoniques terrifiaient les Britanniques car elles atterrirent et explosaient avant même que la population ne les entende et leur vitesse et trajectoire les rendaient quasiment indestructibles par la défense antiaérienne. Les journaux se mirent à publier des cartes montrant où les missiles atterrirent et il apparut clairement que les impacts étaient regroupés par endroits, donnant l'impression que les Allemands avaient accompli des progrès technologiques leur permettant d'envoyer des missiles sur des cibles bien plus précises que quiconque ne l'avait envisagé. Les civils s'imaginaient que des espions allemands vivaient dans les quartiers épargnés par les tirs de missiles ; les responsables de l'armée britannique, pour leur part, craignaient que l'Allemagne puisse cibler avec une précision chirurgicale certains des sites militaires les plus importants des Alliés.<sup>1</sup>

Après la guerre, un statisticien britannique du nom de R. D. Clarke publia une étude d'une page montrant qu'en dépit des concentrations d'impacts de missiles, la localisation de ceux-ci correspondait à une distribution aléatoire – c'est-à-dire qu'elle relevait du hasard ou de la chance.<sup>2</sup> Ce qui, à la lecture d'une carte, semblait dû à première vue au ciblage intentionnel de certains sites ressortait en fait de la loi des probabilités. Si la précision des V-2 s'est effectivement améliorée à la fin de la guerre, elle était loin d'avoir le niveau redouté par une population et une armée britanniques paniquées.<sup>3</sup>

Stressés, effrayés et totalement dépassés par les événements, les Britanniques étaient peut-être particulièrement susceptibles de tirer des conclusions hâtives, mais la surinterprétation de données aléatoires n'est en rien l'apanage des Londoniens cherchant à échapper aux V-2 allemands. De fait, on sait depuis des décennies que le cerveau humain reconnaît souvent

des formes particulières dans des données purement aléatoires et en déduit des liens de causalité. Imaginons que le graphique de la Figure 1, produit de manière aléatoire, soit une carte représentant des impacts de bombes : il est facile de distinguer les zones concentrant les tirs des espaces vides.

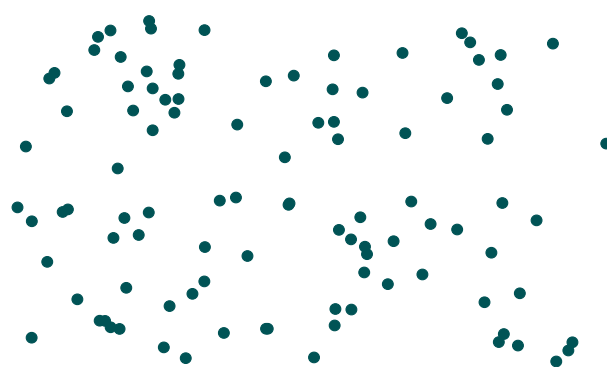


Figure 1 : Bloc de points apparaissant sur un graphique produit de manière aléatoire

Source : Comgest - Graphique produit au moyen d'une variable aléatoire uniforme bidimensionnelle

Au fil du temps, cette tendance à voir des formes qui en fait n'existent pas a fait l'objet de différentes appellations, dans des domaines divers : par exemple, « apophénie », ou encore « patternicité » (de l'anglais patternicity). Notre propension à tirer des conclusions en l'absence de preuves tient en partie à l'évolution. À l'époque où la survie de nos ancêtres dépendait, au quotidien, de leur capacité à se montrer plus intelligents que de grands prédateurs féroces, la faculté d'établir des relations de causalité à partir d'un faisceau de signes et de prendre ainsi conscience du danger constituait un véritable avantage, et ceux qui en jouissaient étaient plus susceptibles de transmettre cette aptitude à leur descendance. L'inconvénient d'un faux positif – prendre la fuite inutilement – était sans commune mesure avec le risque d'ignorer une menace potentiellement fatale. Aujourd'hui, nos cerveaux restent formatés par ce passé et continuent à voir des informations là où il n'y a que du bruit.

1 MLODINOW, Leonard. The Drunkard's Walk: How Randomness Rules Our Lives, Pantheon, 2008, p. 183-184.

2 CLARKE, R. D. An application of the Poisson distribution. Journal of the Institute of Actuaries, 72:481, 1946.

3 MLODINOW



COMGEST

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME

Confondre signal et bruit constitue une erreur courante dans bien des domaines et les marchés financiers ne font pas exception à la règle. Dans cette lettre, nous aborderons la notion de caractère aléatoire en nous concentrant sur deux points essentiels et nous verrons en quoi elle concerne l'investissement. De fait, l'influence de la chance (ou du hasard, ou du « bruit ») sur les marchés financiers, notamment sur de brèves périodes, est souvent sous-estimée ; en outre, si des stratégies d'investissement à long terme bien conçues peuvent neutraliser en partie ce caractère aléatoire et produire des résultats dans la durée, elles ne sont peut-être pas plus efficaces que le hasard à court terme.

## *Moins vous regarderez la performance de vos investissements, mieux vous vous porterez*

Supposons que vous ayez décidé d'investir dans des actions. Vous pouvez opter pour l'investissement passif en achetant un fonds indicial coté (ETF), qui répliquera un indice de référence, ou bien vous tourner vers un gérant actif qui tentera de surperformer cet indice. Dans le second cas, il pourrait vous être utile d'évaluer, entre autres paramètres, l'avantage attendu en termes de performance du fonds retenu ainsi que sa tracking error (c'est-à-dire, la volatilité de la performance relative du fonds). L'analyse de la performance prévisionnelle des portefeuilles est un exercice complexe que les bons sélectionneurs de fonds réussissent ; la tracking error peut quant à elle être estimée en étudiant l'historique de performance du fonds ou son positionnement actuel. Mais arrêtons-là le suspense et passons directement aux chiffres. En temps normal, vous ne les connaissiez bien sûr pas à l'avance.

Imaginons un gérant de portefeuille affirmant que sa stratégie génère sur le long terme une surperformance annualisée de 200 points de base par rapport à tel ou tel indice de référence, et assortie d'une tracking error de 4 % (et partons du principe que la performance relative de cette stratégie connaît constamment une distribution normale).<sup>4</sup> Sachant que la plupart des gérants actifs produisent une sous-performance à long terme,

<sup>4</sup> Postuler des distributions normales dans l'investissement en actions peut être dangereux car la distribution des performances des actions tend à se concentrer autour de la moyenne et à présenter des queues plus épaisses qu'une distribution normale (les performances des actions ont donc une distribution leptokurtique). Comme nous parlons ici de performance relative et non pas absolue, cette caractéristique importe moins, et il s'avère que partir du principe d'une distribution normale n'est pas incohérent pour le type d'analyse qui nous intéresse.

cette stratégie est assurément séduisante – 2 points de surperformance par an peuvent constituer dans la durée un avantage substantiel en terme de richesse et une tracking error de 4 % serait tout à fait raisonnable aux yeux d'un grand nombre d'investisseurs. Il devrait donc vous être facile de répondre à la question suivante : cette performance relative vous paraît-elle satisfaisante ?

En fait, la réponse n'est pas aussi évidente qu'on l'imagine car votre satisfaction à l'égard de cet investissement dépendrait de la fréquence à laquelle vous évalueriez sa performance. Un rendement annuel moyen de 2 % assorti d'une tracking error de 4 % produirait une surperformance annuelle dans 69 % des cas. Donc, si vous vous contentez de la lecture des rapports annuels de gestion, vous serez satisfait de votre investissement plus de deux fois sur trois. Mais qu'en est-il si vous vous intéressez vraiment à votre investissement et décidez d'en vérifier l'évolution tous les mois ? Un investissement présentant les caractéristiques susmentionnées n'offrirait une surperformance mensuelle que dans 56 % des cas. Vous serez beaucoup plus déçu par votre investissement si vous le voyez sous-performer près d'une fois sur deux. Imaginons maintenant que vous consultiez ses performances chaque jour. Dans ce cas, vous n'aurez que 51 % de chances d'observer une surperformance, quelle que soit la date – soit à peu près autant qu'en tirant à pile ou face.<sup>5</sup> Il est peu probable que vous vous satisfassiez d'un investissement qui sous-performe aussi souvent. Mais souvenez-vous : la plupart des gens se contenteraient d'une surperformance à long terme, quelle qu'elle soit, or nous sommes en train de nous plaindre d'une stratégie qui, précisément, garantit une surperformance dans la durée !<sup>6</sup>

Pour résumer de façon simple la tendance qui se dessine : plus vous évaluez un investissement sur de courtes périodes, moins il est susceptible de surperformer. La Figure 2 ci-dessous permet de mieux visualiser les choses : elle illustre les probabilités de surperformance

<sup>5</sup> L'analyse de Comgest se fonde sur une distribution constante des performances relatives et sur l'exemple cité par Nassim TALEB dans son ouvrage *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*, Random House, 2005, p. 64-67.

<sup>6</sup> Cet exemple est formulé en termes de performance relative, mais il revient exactement au même de postuler une performance absolue de 2 % assortie d'une volatilité de 4 % et de déterminer les probabilités de performance positive dans le temps. Afin de donner un caractère plus réaliste à ce scénario pour l'investisseur en actions, nous pourrions postuler une performance absolue annualisée de l'ordre de 9 %, assortie d'une volatilité de 20 %, c'est-à-dire ce qu'a produit historiquement, sur le long terme, le marché d'actions américain. Il s'avère que les pourcentages de performance positive sur les différentes périodes sont, dans ce cas, à peu près semblables à l'exemple que nous avons choisi.

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME

d'une stratégie selon la durée d'investissement.

À court terme, les probabilités de surperformance sont plus ou moins de 50/50, mais même sur un horizon de trois ans – période de référence couramment utilisée par de nombreux investisseurs – elles n'atteignent que 80 %. Or, n'oubliez pas que, dans cet exemple hypothétique, vous avez trouvé la perle rare : la plupart des gérants seraient prêts à vendre leur âme au diable pour garantir une surperformance annualisée de 200 points de base à long terme ! Inévitablement, nombre d'investisseurs passent à côté de stratégies attractives soit parce qu'ils n'interprètent pas correctement l'historique de performance de leur fonds, soit parce qu'ils changent

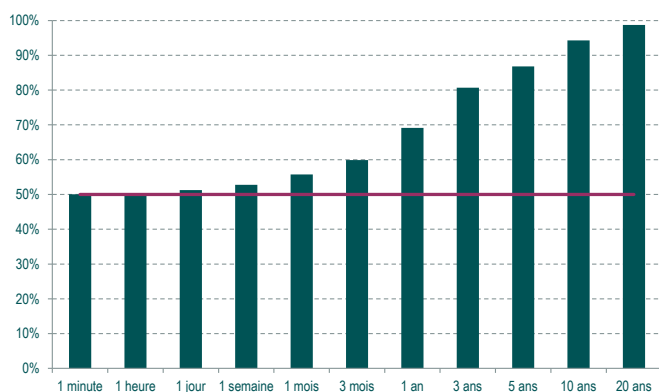


Figure 2 : Probabilités hypothétiques de surperformance selon l'horizon d'investissement

Source : Comgest - la ligne correspond au seuil de 50 %

de gérant après une sous-performance simplement due à un manque de chance sur une période donnée.

Que se passe-t-il ici ? En fait, nous voyons que la performance d'un investissement se compose de deux éléments : 1) le signal, c'est-à-dire la surperformance annualisée que la stratégie produira à long terme, et 2) le bruit, c'est-à-dire la tracking error – la volatilité de la performance relative. Le premier élément revêt un caractère fixe : nous pouvons déterminer quelle sera sa contribution sur n'importe quelle période compte tenu de la manière dont l'hypothèse d'investissement a été établie. Le second en revanche est aléatoire, il relève de la distribution de probabilités. Nous ne savons pas quel sera sa contribution sur telle ou telle période. Dans certains cas, il aura une incidence négative au point de neutraliser toute contribution apportée par le premier élément ; dans d'autres au contraire, il aura un impact positif sur la performance.

Ce qu'il faut retenir en tout état de cause est qu'en évaluant la performance sur des périodes plus longues, on permet au signal de l'emporter progressivement sur le bruit, alors que ce dernier domine sur des périodes plus courtes. Si la composante bruit prend le pas sur la composante signal, comme c'est le cas dans l'exemple ci-dessus, des périodes d'évaluation de plus en plus longues sont nécessaires afin d'évaluer correctement la capacité d'un gérant à surperformer. Et c'est en fait quasiment toujours le cas en matière d'investissement. La conclusion que nous pouvons en tirer est qu'il est très difficile d'évaluer un gérant d'actifs sur le court terme en raison du caractère aléatoire inhérent à l'évolution des marchés, tandis que sur des périodes plus longues, nous pouvons nous faire une idée plus précise de ses compétences (lesquelles peuvent être biaisées à court terme par la chance, ou la malchance). Autrement dit, le hasard domine à court terme, mais le talent est déterminant à long terme. Il faut admettre que, compte tenu du caractère aléatoire des marchés, le long terme peut sembler un horizon extrêmement éloigné. Le fait que les fluctuations à court terme du marché soient attribuables à autre chose que l'évolution de la valeur fondamentale n'est pas une idée nouvelle – Benjamin Graham, le mentor de Warren Buffett, ne voulait pas dire autre chose avec son célèbre « à court terme, le marché est une machine à voter, à long terme, une machine à peser » (« In the short run, the market is a voting machine, but in the long run, the market is a weighing machine »).<sup>7</sup>

Tout le problème est que, bien entendu, les investisseurs ne sont pas disposés à attendre et accumuler des années de statistiques avant de prendre une décision, ou peut-être ne peuvent-ils pas se le permettre en raison d'impératifs institutionnels ou de la pression inhérente à l'explication de la performance à court terme aux différentes parties prenantes. Et la tentation est grande d'agir sur la base de données à court terme, car les gérants de portefeuille publient leurs performances tous les jours et la plupart des hedge funds publient les leurs au moins une fois par mois. Si leurs clients observent deux ou trois mauvaises performances d'affilée, ils vont

<sup>7</sup> Il est intéressant de constater que cette phrase n'apparaît dans ces termes dans aucun des ouvrages publiés de Ben Graham (en tout cas dans aucun de ceux que nous avons pu trouver) et que dans son ouvrage de référence, *Security Analysis*, Graham écrit : « The stock market is a voting machine rather than a weighing machine », sans aucune mention de repère temporel. Selon le journaliste financier Jason Zweig, Warren Buffett est certain que Graham a prononcé à maintes reprises la version la plus connue de cette phrase, que Buffett cite lui-même dans ses propres ouvrages. Pour de plus amples informations, lire [www.bogleheads.org/forum/viewtopic.php?t=77840](http://www.bogleheads.org/forum/viewtopic.php?t=77840).

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME

commencer à craindre que le gérant ait « perdu la main ». Ce n'est pas totalement exclu, mais il est impossible de le savoir sur la base de quelques performances mensuelles. Malheureusement, les investisseurs raisonnent de plus en plus à court terme et cette tendance ne date pas de l'essor des hedge funds dans les années 1990 ou de celui du trading à haute fréquence au cours de la décennie passée : en 1960, la période de détention moyenne des actions américaines était supérieure à huit ans ; en 2010, elle était tombée à six mois.<sup>8</sup>

Or, ce « court-termisme » n'est pas sans conséquences : changer de gérant a un coût, non seulement parce que l'opération elle-même entraîne des frais, mais aussi parce qu'il s'avère que les gérants remerciés pour des motifs de performance tendent à surperformer ceux qui prennent leur place.<sup>9</sup> Ce phénomène est dû en partie au hasard : un gérant qui a enregistré une série de mauvaises performances peut être un mauvais gérant, mais il est probable que la malchance y soit aussi pour quelque chose. Le gérant dont l'investisseur se sépare pourrait bien ensuite être moins malchanceux, ou même avoir de la chance, tandis que son remplaçant risque lui de se trouver dans la situation inverse.

## *Laisser le temps aux stratégies à long terme de faire leurs preuves*

Si une stratégie d'investissement cible véritablement le long terme, alors il est logique que sa performance soit meilleure à long terme qu'à court terme. Tous les portefeuilles de Comgest suivent la même philosophie et le même processus « qualité et croissance », axés sur les fondamentaux des entreprises et la valeur à long terme des franchises commerciales, et qui nous ont inspiré le titre de cette lettre. Dans la gestion de nos portefeuilles, nous faisons nôtre la devise de Warren Buffett, le patron de Berkshire Hathaway : « Lorsque nous détenons des parts d'entreprises exceptionnelles entre les mains de dirigeants exceptionnels, notre horizon d'investissement favori est illimité ».<sup>10</sup> En conséquence, nous bâtissons nos portefeuilles dans la perspective de long terme

précisément susceptible de tester cette idée. Examinons les performances de quelques-unes des plus anciennes stratégies de Comgest sur différentes périodes.

La Figure 3 ci-dessous illustre la probabilité de surperformance de notre composite marchés émergents, sur différentes périodes glissantes.<sup>11 12</sup> L'intérêt d'une analyse comme celle-ci est double. D'une part, en utilisant des périodes glissantes, on n'évalue pas la performance à partir d'une date de lancement précise mais on estime la probabilité pour un investisseur d'enregistrer une surperformance sur une certaine période à partir d'une date aléatoire d'entrée dans l'OPCVM. Cette approche répond indirectement à la question de savoir si les investisseurs doivent choisir leur moment pour investir dans les produits de Comgest, par exemple en attendant que des conditions perçues comme favorables soient réunies. D'autre part, et surtout, cette analyse nous permet de voir comment le portefeuille se comporte sur diverses périodes d'évaluation. Si notre argument se vérifie, c'est-à-dire si le long terme ne se résume pas à une accumulation de courts termes, alors une stratégie à long terme peut produire une performance moyenne sur les périodes plus courtes, où le bruit domine, mais générer d'excellents résultats dans la durée, le signal ayant alors le temps de l'emporter sur le bruit.

Les Figures 4 et 5 reproduisent la même analyse pour les composites Europe et Global. Ces trois stratégies ont été sélectionnées parce qu'elles couvrent l'essentiel des actifs sous gestion de Comgest mais surtout parce qu'il s'agit de stratégies ayant un long historique : plus l'historique de performance est long, plus nous pouvons tirer un enseignement fiable de la manière dont ces stratégies se comportent.

<sup>11</sup> Les performances citées sont brutes de frais. Les frais de gestion des trois stratégies citées dans ce document sont de 1% par an pour les classes institutionnelles des compartiments de Comgest Growth plc. Pour plus d'information sur les indices de référence correspondants, veuillez-vous reporter aux notes en fin de ce document.

<sup>12</sup> Précisions méthodologiques : nous avons utilisé des périodes glissantes, mesurées en mois calendaires.

Ainsi, pour les périodes de trois mois glissantes, les trois premiers mois d'historique de performance constituent une observation et chaque mois suivant donne lieu à une nouvelle observation, étant donné qu'un nouveau mois de performance s'ajoute tandis qu'un autre disparaît. Pour les périodes de cinq ans, les cinq premières années (60 mois) de données constituent une observation, tandis que 61 mois forment deux observations (un nouveau mois s'ajoute, un autre disparaît) et 62 mois, trois observations. Par conséquent, pour le tableau de la Figure 3 qui illustre les performances du composite marchés émergents entre janvier 1995 et décembre 2013, sur un total de 228 mois, nous avons 226 périodes de trois mois, 217 périodes d'un an, 193 périodes de trois ans, 169 périodes de cinq ans et 109 périodes de dix ans.

<sup>8</sup> KLEINTOP, Jeffrey. What the Fed Can't Do. LPL Financial Weekly Market Commentary, 6 août 2012.

<sup>9</sup> GOYAL, Amit et SUNIL, Wahal. The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors. The Journal of Finance LXIII, n° 4 (août 2008), p. 1805-1847.

<sup>10</sup> Lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway, 1988, [www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html](http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html).

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME

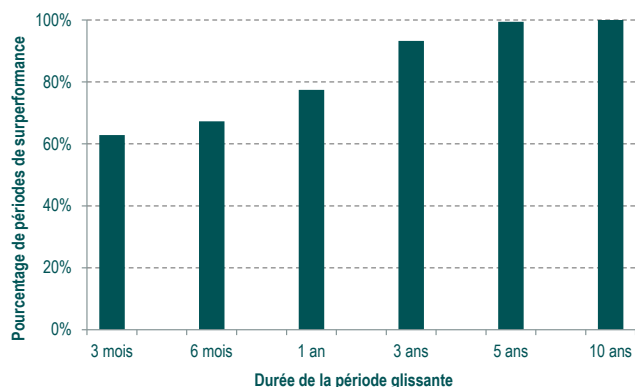


Figure 3 : Probabilités de surperformance du composite marchés émergents en fonction de l'horizon d'investissement  
Source : Comgest - Les données portent sur la période de janvier 1995 à décembre 2013

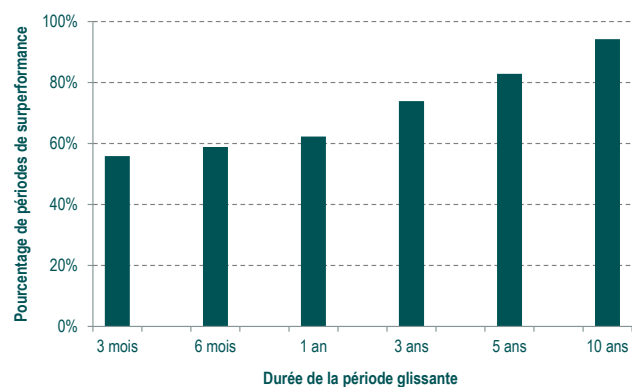


Figure 4 : Probabilités de surperformance du composite Europe en fonction de l'horizon d'investissement  
Source : Comgest - Les données portent sur la période de septembre 1989 à décembre 2013

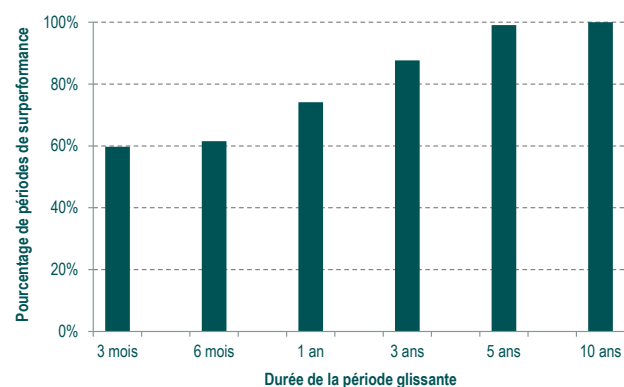


Figure 5 : Probabilités de surperformance du composite Global en fonction de l'horizon d'investissement  
Source : Comgest - Les données portent sur la période de juillet 1991 à décembre 2013

Notons qu'à chaque fois, le graphique présente une pente ascendante, en d'autres termes la probabilité de surperformance augmente à mesure que la période d'investissement s'accroît. C'est effectivement ce que

nous pourrions attendre d'une stratégie axée sur le long terme. La probabilité de surperformance sur une période de trois mois glissants est d'environ 50 % pour chacun des trois stratégies, ce qui signifie qu'une évaluation de la stratégie de Comgest sur la base d'un trimestre ne permet de tirer aucune conclusion. Notre performance relative à court terme est proche d'un tirage à pile ou face. Lorsque la période d'investissement s'accroît, les probabilités de surperformance augmentent nettement. Cela signifie aussi que le moment que vous choisissez pour investir dans une stratégie Comgest importe peu : nos historiques de performances à long terme montrent que, quelle que soit la date à laquelle commence la période d'évaluation, un investissement dans la durée a de très grandes chances d'enregistrer une surperformance.

L'enseignement que l'on peut en tirer concernant la stratégie d'investissement de Comgest – et celles d'autres gérants axés sur le long terme – est qu'elle n'est pas adaptée aux investisseurs à court terme, notamment à ceux qui investissent dans des OPCVM alors que leur horizon d'investissement est limité. Nous n'avons aucun moyen de savoir si nous réaliserons une surperformance au prochain trimestre (et nous soupçonnons les gérants qui prétendent le contraire de ne pas en être davantage capables) mais l'histoire montre que ceux qui investissent dans nos OPCVM dans la durée en ont le plus souvent tiré des résultats positifs. Si votre objectif est d'investir dans des actions pendant trois mois, alors nos stratégies pourraient ou non être le bon investissement pour vous. En revanche, si vous voulez investir dans des actions pour les cinq prochaines années, nous pensons que vous avez beaucoup plus de chances d'être satisfait de la performance de nos stratégies.

Les bâtons plus courts sur la moitié gauche des trois derniers graphiques livrent un autre enseignement, à savoir que même si un portefeuille est susceptible de surperformer sur le long terme, il connaîtra par moment des courtes périodes de sous-performance. En fait, ce phénomène constitue la règle plutôt que l'exception : les portefeuilles les plus performants à long terme ont toutes les chances de connaître des phases de sous-performance, parfois importantes.<sup>13</sup> Si cela se produit,

<sup>13</sup> RICE, Matthew et STROTSMAN, Geoffrey. The Next Chapter in the Active versus Passive Debate (version actualisée 2012). Livre Blanc DiMeo Schneider & Associates, septembre 2012 ; et NETZER, Baie et WEDEL, Melissa. Study of Outperforming Managers Reveals Extent to Which They Underperform Along the Way. Livre Blanc Litman Gregory, septembre 2006.

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME

les investisseurs doivent garder à l'esprit que cette sous-performance peut simplement tenir de la malchance sans remettre en cause les compétences du gérant, mais elle peut aussi signifier que le gérant n'est pas aussi talentueux qu'on pouvait le penser, ou que quelque chose a changé dans sa manière de travailler. Il convient de garder en tête l'ensemble de ces hypothèses lors de l'évaluation du gérant compte tenu des coûts, directs et indirects, qu'entraîne un changement de gérant.

## ***Compte tenu du caractère aléatoire de l'investissement, le processus doit l'emporter sur le résultat***

La question qui se pose à la lecture de cette analyse est bien sûr : pourquoi ces portefeuilles de Comgest ont-ils plus de chances de surperformer sur des périodes plus longues ? Selon nous, la réponse est simple. Comgest met en œuvre un processus d'investissement très précis et s'y tient, même dans les périodes où il s'avère moins efficace. En cela, nous suivons le principe classique qui consiste à faire passer le processus de décision avant le résultat auquel celui-ci aboutit, technique permettant de maximiser les chances de succès dans un domaine où la chance, précisément, joue quotidiennement un rôle important. Si cela s'applique à la gestion d'actifs financiers, c'est également le cas dans de nombreux autres domaines comme les jeux de cartes, le sport, la politique et les affaires,<sup>14</sup> autant de domaines où les compétences comptent mais où la chance peut être encore plus décisive à tout moment. Lorsqu'un résultat est en partie déterminé par la chance, le fait de se concentrer sur ce que l'on peut contrôler et sur ses atouts – dans le cas de Comgest, notre processus d'investissement – permet à terme de faire ses preuves. Il faut simplement être patient. Ceux qui, à l'inverse, se concentrent sur le résultat plutôt que sur le processus laisseront la chance gouverner leurs décisions. Au fil du temps, mettre l'accent sur le processus est un meilleur gage de réussite que de se concentrer sur le résultat.

Actuellement, il est très difficile de garder la tête froide dans les décisions d'investissement. Au moment où Londres était la cible des V-2 allemands, « dans les endroits qui semblaient spécifiquement visés, les gens déménageaient, tentant d'échapper à des bombardements systématiques qui, en réalité, n'avaient rien de systématique ».<sup>15</sup> Le comportement équivalent, dans le domaine de l'investissement, est ce que l'on appelle la chasse au rendement, lorsqu'un gérant enregistrant d'excellentes performances pendant un certain temps voit l'argent affluer dans ses OPCVM. Dans cette chasse au rendement, l'investisseur moyen d'un OPCVM actions ne réalise que la moitié du rendement moyen de l'OPCVM<sup>16</sup> ; un mauvais point d'entrée, ou de sortie, peut être très pénalisant. Qu'il s'agisse de déménager ou d'effectuer des arbitrages entre ses investissements, la précipitation n'est jamais bonne conseillère.

Du fait du caractère aléatoire de l'investissement, on ne peut jamais savoir avec certitude si les succès (ou échecs) passés étaient le fait du gérant et de son processus d'investissement, ou s'ils sont liés à des facteurs dont il n'avait pas le contrôle. De la même manière, nous ne pouvons jamais promettre que les résultats futurs seront satisfaisants, même si nous savons qu'un gérant est particulièrement talentueux ou suit un processus particulièrement efficace – ce qui revient en quelque sorte à jouer toujours avec une main gagnante ou à pouvoir prévoir de quel côté va tomber la pièce. Ce que nous pouvons dire en revanche, sur la base à la fois de la théorie et des performances passées, est que certains gérants mettent en œuvre des processus qui semblent particulièrement performants à long terme. Dans ce contexte, le long terme est assurément bien plus qu'une simple accumulation de courts termes.

<sup>14</sup> Voir par exemple LEWIS, Michael. Moneyball: The Art of Winning an Unfair Game, W.W. Norton, 2003 ; MAUBOUSSIN, Michael et CALLAHAN Dan. Outcome Bias and the Interpreter: How Our Minds Confuse Skill and Luck. Credit Suisse Investment Research, 15 octobre 2013 ; MONTIER, James. Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment, Wiley, 2009 ; et SKLANSKY, David. The Theory of Poker: A Professional Poker Player Teaches You How To Think Like One, Two Plus Two Publishing, 1999.

<sup>15</sup> TIERNEY, John. See a pattern on Wall Street? TierneyLab, The New York Times, 3 octobre 2008. [tierneylab.blogs.nytimes.com/2008/10/03/see-a-pattern-here/](http://tierneylab.blogs.nytimes.com/2008/10/03/see-a-pattern-here/)

<sup>16</sup> Davis Advisors. Essential Wisdom for Today's Market [www.davisfunds.com/downloads/EW.pdf](http://www.davisfunds.com/downloads/EW.pdf)

# « NOTRE HORIZON D'INVESTISSEMENT FAVORI EST ILLIMITÉ » : INVESTIR SUR LE LONG TERME À L'ÈRE DU COURT-TERMISME



**Peter Shapiro** est diplômé de l'Université de Colby où il a obtenu une licence de physique. Il est titulaire d'un master en acoustique de l'Université d'État de Pennsylvanie, d'un master en mathématiques appliquées de l'Université Johns Hopkins et du CFA délivré par l'Institut CFA. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste chez Legg Mason Capital Management à Baltimore (Maryland) avant de rejoindre une société de gestion à Paris. Peter a rejoint Comgest en 2013 en tant qu'analyste sur les actions américaines.

## POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

Ce document est publié à titre d'information uniquement. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Toutes références à un indice ou mesures de performances relatives sur une période de temps spécifiée sont fournis à titre indicatif uniquement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document est la propriété intellectuelle de Comgest. La reproduction ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Comgest.

L'indice utilisé à titre indicatif pour le composite marchés émergents, le MSCI Emerging Markets price, est remplacé par le MSCI Emerging Markets dividendes réinvestis depuis le 01/01/2001.

L'indice utilisé à titre indicatif pour le composite Europe est le MSCI Europe dividendes réinvestis.

L'indice utilisé à titre indicatif pour le composite Global, le MSCI AC World price, est remplacé par le MSCI AC World dividendes réinvestis depuis le 01/01/2001.

Comgest S.A. est réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Comgest Far East Limited est réglementée par la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

Comgest Asset Management International Limited est réglementée par la Central Bank of Ireland.

Nippon Comgest Inc. est réglementée par l'autorité japonaise des marchés financiers, la FSA (agrée par le Kanto Local Finance Bureau (n° Kinsho 1696)). Comgest Singapore Pte. Ltd. détient la licence « Capital Markets Services » délivrée par les Autorités Monétaires de Singapour et bénéficie de l'exemption en tant que gestionnaire de portefeuilles et conseil en investissement conformément à la réglementation en vigueur à Singapour (Securities and Futures Act («SFA»), Financial Advisers Act («FAA»)).