

Cette note a été rédigée par Didier Saint Georges, Responsable de l'équipe Portfolio Advisors et Membre du Comité Stratégique d'Investissement de Carmignac. Lorsqu'il a décidé de prendre sa retraite, Didier a partagé ce témoignage personnel sur la gestion Carmignac vue de l'intérieur. Pensé initialement comme un document interne, nous avons pensé que cela pourrait intéresser ceux qui souhaitent en savoir plus sur Carmignac, son style d'investissement et sa culture unique.

Observations d'un passeur engagé

Préambule historique

Edouard Carmignac était encore Agent de Change quand il me recruta une première fois en 1987, quand je n'étais armé que de trois maigres années d'expérience professionnelle en tant qu'analyste financier chez Citibank. En 1989, Edouard quitta la Charge en compagnie d'Eric Helderlé pour fonder Carmignac Gestion, et je décidai de demeurer dans le monde de l'intermédiation en pleine phase d'expansion après le Big Bang financier des années 80. En 2007, alors que je m'étais finalement lassé du métier de broker exercé pendant dix-huit années chez JP Morgan puis Merrill Lynch, Edouard me recruta de nouveau, alors que j'étais aussi ignorant du métier de la gestion de fonds et de leur distribution que je l'avais été de celui de l'intermédiation vingt ans plus tôt.

Je dois donc à ces paris répétés d'Edouard une partie importante de mon parcours professionnel. J'ai été l'heureux bénéficiaire d'une de ses principales dispositions d'esprit, consistant à préférer identifier et exploiter le potentiel d'une situation plutôt que se soumettre d'emblée à un plan d'action préétabli. La gestion est naturellement l'activité dans laquelle cette facette de son caractère a trouvé un terrain d'application idéal, que j'ai pu grâce à lui découvrir de l'intérieur ces quatorze dernières années, quoiqu'à la même distance de l'action que Bonaparte avait toujours tenu le comte de Lavalette.

En théorie, la théorie et la pratique c'est pareil, en pratique c'est pas vrai (Yogi Berra)

En 2007, j'avais commis un petit livre qui rappelait que la promesse de la gestion active, battre la gestion passive de façon durable, est particulièrement présomptueuse. Cette prétention contredit en effet la théorie comme la pratique. Du côté théorie, l'économiste Harry Markowitz, Prix Nobel dans les années 90, avait soutenu que l'efficacité des marchés rendaient ces derniers très difficiles à battre dans la durée. Du côté pratique, de nombreuses études statistiques semblaient donner raison à Markowitz: statistiquement la gestion passive l'emporte largement sur la gestion active dans la durée, extrêmement rares étant les gérants actifs qui se montrent capables de battre suffisamment souvent les indices. Néanmoins, Edouard avait gentiment accepté de préfacier mon bouquin. Ceci s'explique

peut-être par le fait que je suggérais que, logiquement, quelques gestions devraient être capable de résister à la règle énoncée par Markowitz. En effet, c'est précisément la grande difficulté de battre le marché qui donne la possibilité à quelques gérants actifs, et seulement quelques-uns, d'y parvenir. Ceci résulte de l'imparable paradoxe que s'il était facile de battre le marché, il serait alors en réalité impossible d'y parvenir puisque de très nombreuses gestions actives se précipiteraient en permanence pour saisir (arbitrer) les opportunités, les faisant du même coup disparaître immédiatement. La gestion active peut donc se justifier, mais par nature ne pourra sourire qu'à une petite minorité de sociétés de gestion. Elle n'est ainsi pas seulement méritocratique, elle est aussi aristocratique par nature. Comprendre comment atteindre ce statut nobiliaire titillait ma curiosité, et Edouard n'avait quant à lui aucun doute que l'élitisme du métier tournerait à son avantage. C'est donc avec enthousiasme que je rejoignis de nouveau l'aventure Carmignac, il y a 14 ans.

Mon immersion dans notre gestion m'a confirmé le bien-fondé de la thèse que j'avais défendue. Mais elle m'a surtout fait comprendre pourquoi la singularité du modèle de gestion Carmignac permet en effet de relever le défi de la gestion active.

Au fond, nous sommes tous des êtres collectifs (Goethe)

J'ai d'abord pu constater que gérer, c'est en effet d'abord travailler énormément. Approfondir davantage que ne le font les concurrents, réfléchir mieux, afin d'être en avance (quoique pas trop) sur ce dont l'avenir accouchera, avant que le consensus nous y rejoigne ensuite. Les quelques fois où nos performances ont connu quelques tourments durables, il m'a semblé qu'un relâchement dans cette discipline besogneuse y était pour quelque chose.

Ensuite, j'ai pu observer que la fabrique des convictions n'est jamais aussi solide que lorsqu'elle repose sur une réflexion collective efficace. C'est le rôle des « morning meetings », marqueurs majeurs de la gestion Carmignac.

Comme aux temps arthuriens, les braves se retrouvent autour de la table et se mettent ensemble en quête du Graal. Ces réunions sont le lieu où Edouard anime la contradiction féconde entre les chevaliers. Pour paraphraser Popper, elles permettent l'organisation amicalement hostile du débat. Dévoiler les réalités qui se dérobaient à l'analyse, faire mentir les impossibilités théoriques. C'est aussi à ce stade qu'une partie des biais cognitifs individuels peuvent être déjoués. Pour chaque idée, s'efforcer de penser contre. Ou pour le dire comme Pascal, à la fin de chaque vérité se souvenir de la vérité opposée.

Mais il n'est pas si facile de valider dans les faits le catéchisme si souvent rabâché que le travail d'équipe permet au tout d'être plus que la somme des parties. Cet exercice où la confrontation des avis

particuliers font la richesse collective est très énergivore. La défense des convictions individuelles doit se conjuguer à l'ouverture aux idées nouvelles dans des débats parfois enflammés. Il faut être autant capable de savourer le rebond du ballon de rugby que tenir la distance d'une expédition en haute montagne. Comme dans une cheminée qu'on attiserait sans cesse, seul le bois très dur peut résister à une combustion prématurée. Pour cette raison, chez Carmignac peut-être plus qu'ailleurs, quand on s'engage dans la gestion, c'est avec la perspective de s'y épuiser. Mais comme en montagne, s'épuiser c'est vivre.

Et si la Table n'est pas tout-à-fait ronde, il me semble que c'est aussi parce qu'Edouard est doté non seulement d'un génie du questionnement mais aussi d'une endurance exceptionnelle.

L'instant de la décision est une folie (Kierkegaard)

Souvent l'intuition s'invite dans la gestion, et ces moments m'ont longtemps paru suspects. En accord avec l'opinion exprimée par Daniel Kahneman dans son formidable livre *Thinking, Fast and Slow*, j'ai tendance à voir l'intuition comme un moyen trop souvent paresseux de ne pas se colleter avec le travail de réflexion nécessaire, un moyen reposant de court-circuiter l'approfondissement par un jaillissement commode d'« instinct » (« hunch » ou « gut feeling » pour les anglophones) pétri des biais psychologiques les plus sournois (Kahneman montrent qu'ils sont toujours inconscients).

Pourtant, ma monomanie rationaliste s'est vue confrontée au fil des années au constat que le seul raisonnement logique ne peut venir entièrement à bout des marchés. Car le matériau de base de l'analyse de gestion réside dans la multitude de données disponibles, économiques, financières, extra-financières, politiques, techniques, qui contient au moins autant de bruit que d'informations utiles, si ce n'est bien davantage. Extraire ce qui compte du fouillis des événements et des chiffres, faire le juste tri entre l'essentiel et le reste, ceci au milieu du vacarme des données qui rentrent chaque jour en collision sur les écrans, est une gageure. La quête de la connaissance absolue est sans fin. Toute cette débauche d'efforts ne parvient jamais qu'à une information incomplète et incertaine. A un moment, le gérant doit trancher, toujours en situation d'incertitude. Quand tous les raisonnements se sont exprimés, l'intuition intervient nécessairement. Peut-être un jour l'intelligence artificielle permettra de dépasser ce point limite (et dans ce cas, nous retomberons peut-être dans la thèse de Marcowitz : il n'y aura plus que de la gestion indicielle). En attendant, la décision de gestion active ne peut pas être simple affaire de logique. La pureté intellectuelle ne suffira jamais à la performance. Il faut aussi renifler la réalité. Emergent ainsi déjà les notions de *caractère* et de *talent* indispensables à la gestion active, puisque le gérant doit maîtriser la pensée rationnelle pour mieux la dépasser, oser aller au-delà de la conclusion logique d'un raisonnement peut-être parfaitement construit, mais toujours insuffisant. J'y reviendrai.

Vision without execution is hallucination (Thomas Edison)

Par ailleurs, si estimer ce que deviendront des valeurs économiques relève de l'analyse objective (ce que seront les résultats d'une entreprise, la croissance d'une économie), évaluer le futur prix d'actifs financiers, et par extension la direction de mouvements de marché, ne consiste nullement à découvrir des vérités absolues qui se cacheraient dans un monde platonicien. Il s'agit d'anticiper comment ces estimations, pour autant qu'elles s'avèrent justes, seront reflétées en prix de marché par le consensus d'opinion. Investir c'est toujours tenter de préempter le marché. Mais c'est toujours le marché à qui revient le dernier mot.

Dans cet exercice d'anticipation, qui compte engranger les bénéfices d'avoir raison plus tard, la question est de juger dans quelle mesure la mise en œuvre d'une conviction, fût-elle correcte à long terme, justifie le prix d'avoir tort temporairement. La réponse fluctue dans cet espace mystérieux et fuyant, entre les deux extrêmes que seraient d'un côté une gestion de conviction péremptoire (ce qu'est souvent, à grand frais, la pure gestion « value »), fière d'affirmer quoiqu'il en coûte sa vérité *contre* le marché, et de l'autre côté une gestion « momentum » de stricte observance, qui substituerait à toute conviction une soumission intégrale à la direction des marchés.

En pratique, il s'agit donc de confronter au mieux son idée de gestion à sa « lecture » du marché. Tenter de repérer si le marché semble prêt à rapidement « valider » son idée. Ou pas. Un début de validation permettra d'actionner sa conviction avec plus de confiance. A contrario, une « invalidation » sèche renverra à plus tard ou à jamais l'idée, peut-être rationnelle et intéressante, mais perdante.

Ce grand monde, c'est le miroir où il nous faut regarder pour nous connaître de bon biais (Montaigne)

La première pierre d'achoppement de ce processus interactif entre jugement et marché est qu'il peut facilement mener à de nombreux attermoissements, le marché ne rendant souvent pas son verdict de façon claire et définitive. Le gérant peut ainsi demeurer longtemps dans l'hésitation, effectuer de multiples ajustements à ses positions, dans un sens puis dans l'autre. J'ai souvent entendu Edouard mettre en garde ses gérants contre cet écueil en utilisant l'analogie du jardinier, qui à force de tailler incessamment sa plantation avec l'espoir d'en perfectionner la forme, ne produit en fin de compte qu'un arbuste chétif et rabougri. Dans la gestion de conviction, mieux vaut avoir globalement raison que précisément tort.

Le second écueil est que si l'on cherche suffisamment dans la lecture des marchés la confirmation de son jugement, on finira souvent par la trouver, même quand elle n'y est pas, en vertu du fameux *biais de confirmation*, parrain de tous les biais cognitifs qui nous affecte tous à un degré ou un autre. Il nous est en effet irrésistible de chercher en priorité ce qui confirmera notre jugement, et de détourner le

regard de ce qui pourrait le contredire. Nous sommes tous inconsciemment portés à tenir pour vrai ce qu'on souhaiterait qu'il le fût. Même pour les gérants les plus chevronnés, ce biais constitue un piège permanent.

Le chant du signe

Un moyen de pallier le biais de confirmation est d'appuyer l'analyse de marché sur des protocoles d'interprétation stricts et totalement objectifs. Ne pas chercher à confirmer une analyse fondamentale, à établir des liens de causalité entre des événements, passés ou attendus, et des comportements de marchés. S'en tenir à identifier des signes, des corrélations graphiques dans les mouvements de marchés, et en déduire des prolongements probables.

Le corolaire étrange de cette discipline stricte est qu'en ignorant les causes (si ce n'est en avançant le postulat psychologique de comportements répétitifs des intervenants) pour ne se concentrer que sur les analogies, l'analyse graphique renonce délibérément à comprendre. Une configuration spécifique (franchissement d'une moyenne mobile, formation tête-épaule, « double top », etc, etc) renverra à un message clair selon les codes de l'analyse chartiste. Au lieu d'essayer d'interpréter les mouvements de marchés à la lumière d'une analyse du contexte, l'analyse chartiste se soumet ainsi volontairement à la tyrannie du signe.

Elle peut cependant se flatter parfois d'une certaine efficacité opératoire puisque, quand elle est partagée par le plus grand nombre, elle devient de facto auto-réalisatrice. Et peu importe qu'un chat soit noir ou blanc tant qu'il attrape les souris, disait Deng Xiaoping.

Mais prise in abstracto l'analyse graphique constituerait, il me semble, une sorte de capitulation bien peu ambitieuse de la pensée : en s'appuyant exclusivement sur l'hypothèse que le plus grand nombre d'observateurs donneront en général la même interprétation aux mêmes signes, elle peut difficilement prétendre constituer en soi une source majeure de surperformance à long terme.

L'analyse graphique doit donc principalement être à la gestion ce que l'expérience est à la physique : un moyen de déterminer dans quelle mesure la pratique confirme la théorie. Pas d'autre choix, il me semble, que d'essayer de garder suffisamment ses distances à l'égard des croyances aveugles dans les figures de marché tout en évitant de tomber dans le piège des biais cognitifs. Autrement dit, exercer de façon très disciplinée sa liberté en ne se contentant pas de suivre les signes, mais en les faisant parler.

L'art naît de contraintes (André Gide)

Ainsi, comme pour l'interprétation en musique, le succès de la gestion active se joue dans cette union sacrée de la rigueur et de la liberté. Comme en montagne aussi, il s'agit de vivre l'espace tout en regardant où l'on met les pieds, se confronter au paradoxe d'exercer sa liberté dans un environnement incertain et rempli de contraintes. Confronter la narration à la réalité, sans présumer que la première contient nécessairement moins de vérité que la seconde. Ecouter « ce que dit le marché » pour mieux le questionner. La difficile conjonction de l'intellect et de la sensibilité, de la rigueur et de l'instinct, voilà où s'exprime cette disposition insaisissable, énigmatique et pourtant capitale qui va bien au-delà de la technique, et qu'il faut bien appeler le talent.

Or l'art est toujours minoritaire. A l'instar de ce qui se produit chez les athlètes, les musiciens, les peintres, les sculpteurs, les architectes, c'est quand l'audace s'allie à la discipline, quand le travail le plus sérieux évite l'esprit de sérieux, quand la profondeur n'empêche pas la légèreté, que le geste juste peut jaillir et faire la différence. Et quand il se manifeste dans des moments décisifs, ce talent permet à notre gestion d'être splendidement dissidente.

There is a crack in everything, that's how the light gets in (Leonard Cohen)

C'est ici le moment de revenir sur la décision de gestion.

L'humilité d'entendre tous les arguments permet d'atteindre le point d'Archimède qui autorise l'orgueil à décider seul quand vient finalement le moment de trancher. Et, comme on l'a vu, ce raptus est toujours prise de risque en situation d'incertitude. Comme la médecine, la gestion active est sans cesse menacée d'échec, et s'y frotte bien plus souvent. Il est généralement estimé que sur le long terme, les meilleurs gérants ne parviennent à prendre les bonnes décisions qu'environ 60% du temps. L'ombre de Markowitz rôde toujours.

L'échec provient d'erreurs mais aussi du hasard, qui distribue en toute liberté les coups du sort comme les coups de chance. L'échec fait donc partie de la gestion active. Il exige la force de caractère de l'accepter, et l'intelligence d'en tirer des leçons utiles pour l'avenir.

Mais tous les échecs ne naissent pas égaux. La distribution statistique des performances de marché sur longue période ne suit pas une loi Normale qui serait, qui plus est, commodément resserrée autour d'une moyenne. Au contraire, elle connaît par moment des accidents d'une brutalité considérable, très loin des moyennes historiques, que ce soit du fait d'une crise financière, d'une pandémie ou d'une autre raison encore à venir, autant d'évènements capables en quelques mois de dilapider des années de performance, voire tout le bas de laine d'épargnants. Ces moments sont donc décisifs, et une grande partie de la réputation de la gestion Carmignac s'est construite sur les victoires remportées lors des crises de marché.

Mais c'est la faculté de l'entreprise de prospérer à long terme qui s'est aussi renforcée de cette gestion des risques.

L'essayiste Nassim Taleb a popularisé ce qu'il appelle « l'effet Lindy », par lequel, pour ce qui n'a pas une durée de vie naturellement limitée, l'espérance de vie est d'autant plus longue que sa durée l'a déjà été (Les Rolling Stones seront encore écoutés dans soixante ans, tandis que le tube de l'été ne sera probablement plus écouté au-delà de quelques semaines. Beethoven sera encore écouté dans deux cents ans, et la Bible sera encore lue dans deux mille ans).

Cette règle en forme de pronostic provient de l'observation que le temps long constitue le meilleur test de résilience d'un modèle, d'un organisme ou d'un phénomène. C'est lui qui permet par l'expérience de la traversée des crises d'éprouver sa véritable résistance, voire son « antifrabilité », c'est-à-dire cette vertu d'être non seulement robuste aux chocs, mais d'être même renforcé par eux. Depuis plus de trente ans, il est manifeste que sa gestion des crises de marchés a conféré à la maison Carmignac des qualités d'antifrabilité.

J'avais commis en 2017 un mémo interne de 30 pages sur *L'art difficile et solitaire de la gestion des risques*. J'y expliquais que la gestion des risques est d'abord affaire de culture, bien avant d'être application de techniques. Faute de ce rapport supérieur au risque, les données brutes et le calcul auraient vite fait se liguer contre le jugement et la responsabilité à l'égard des clients. J'y montrais que cette culture consiste à embrasser l'incertitude inhérente aux marchés (Il faut connaître les risques pour les reconnaître), afin principalement d'identifier les risques qu'on ne veut pas prendre. Ensuite à avoir confiance en l'action face à ce qui ne peut pas être anticipé.

Pour souligner de nouveau l'analogie entre la gestion et la haute montagne, il faut se souvenir que les guides les plus expérimentés transmettent des connaissances bien-sûr, de la technique, mais surtout des valeurs : le courage d'abord, dont Jankélévitch disait qu'elle est la vertu des commencements, celle qui rend toutes les autres possibles, l'engagement, et surtout la responsabilité. L'investissement est toujours responsable.

Noblesse oblige

La gestion active, telle qu'elle est pratiquée chez Carmignac, est ainsi inspirée par une forme de morale aristocratique, qui vise l'excellence autant que la performance. Quant à sa raison d'être, elle consiste à mettre cette éthique au service de l'exigence du plus grand nombre. Elle endosse l'entière responsabilité de l'épargne confiée par nos clients, et cette confiance oblige.

Elle oblige non seulement notre gestion, mais aussi sa représentation fidèle. Davantage qu'un acte de transparence, qui peut tout dire sans rien montrer, qui ne produit que de l'information, et non de la connaissance, et encore moins de l'adhésion, plutôt qu'un acte d'éloquence qui se jouerait de la vérité,

représenter la gestion s'apparente davantage, il me semble, à un exercice de traduction. Il s'agit de respecter l'original dans sa perspective, son esprit et son style, sans rien perdre du sens.

Un de mes plus beaux souvenirs durant ces quatorze dernières années m'a été fourni par un partenaire CGP, devenu depuis un ami, qui après une de mes présentations, était venu me dire « Tu nous fais du bien ». La beauté du souvenir vient de ce qu'il me fit ce commentaire alors que les perspectives que je venais de tracer pour les marchés étaient, dans le cas d'espèce, plutôt sombres. Mais ce conseiller goûtait notre singularité, et la conception que nous avons de notre métier. Il comprenait notre engagement corps et âme dans notre mission. Nous lui inspirions confiance en assumant nos imperfections, mais en ne renonçant jamais ni à notre responsabilité, ni à notre ambition. Il se faisait fort désormais de faire comprendre à ses clients épargnants que Carmignac constitue et continuera de constituer un rempart contre l'industrialisation impersonnelle de la gestion, et contre cette observation du narrateur dans *La recherche du temps perdu*, qui remarque que « L'instinct d'imitation et l'absence de courage gouvernent les sociétés comme les foules ».

J'ai toujours trouvé jubilatoire de traduire en termes simples la complexité de notre gestion, faire comprendre la pertinence d'une analyse macroéconomique, ou les idées cachées derrière une construction de portefeuille. Cet exercice de pédagogie, aux côtés de mes collègues Membres du Comité d'Investissement, gérants, analystes, spécialistes produits, commerciaux, a été une source de joie mille fois renouvelée. Mais notre rôle collectif consiste aussi à extraire nos interlocuteurs de la lecture des données brutes quotidiennes pour les amener vers la compréhension du sens. Quand nous échangeons avec nos clients, nous sommes les passeurs d'une idée de la gestion.

Un chef est quelqu'un qui a besoin des autres (Paul Valéry)

Le culte de la liberté exigeante non seulement constitue un ressort de performance formidable mais a aussi permis depuis trente ans d'attirer les meilleurs gérants, qui y trouvent le terrain idéal pour y exprimer leur talent. C'est pourquoi la difficulté inhérente à la gestion active ne doit pas être considérée comme un obstacle pour la maison Carmignac, bien au contraire. Ces quatorze années m'ont apporté la confirmation pratique que notre modèle de gestion est parfaitement capable de relever le défi de la gestion active dans la durée.

Plus largement Edouard, Eric, puis Maxime, Christophe adaptent constamment l'ensemble de l'entreprise à l'évolution de son environnement. Cette vigilance, qui inclut une forte composante d'anticipation, passe aussi par l'enrichissement permanent des équipes de nouveaux talents capables de s'appuyer sur le passé de la maison pour en construire l'avenir. Cela vaut pour tous les services et tous nos bureaux, à Paris comme dans toute l'Europe.

Le travail foisonnant de toutes ces équipes nourrit les succès. Mais il permet aussi d'entretenir cette capacité à puiser les moyens d'une dynamique singulière et toujours plus forte dans les épreuves, qui se présenteront inévitablement au cours des trente prochaines années.

Nassim Taleb dirait que le modèle Carmignac est intrinsèquement « Lindy-compatible ».

J'ajouterais que cette vertu s'abreuve aussi de notre passion collective pour les combats bien menés.

Le pire des vices c'est l'ennui, disait Baudelaire.