

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Quelle part d'actions dans un portefeuille détenu sur une longue période ?



GESTION DYNAMIQUE CONTRE GESTION STATIQUE

L'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels de long terme varie en fonction de l'évolution des anticipations de rendement le long du cycle. Elle devrait prendre en compte les signaux statistiquement corrélés à cette évolution. Ces investisseurs devraient avoir une exposition relativement plus importante au risque systématique de court terme.

Les partenaires de l'OEE



Eric Jondeau
(Université de Lausanne)



Michael Rockinger
(Université de Lausanne)



Olivier Garnier
(Société Générale)

LES ENJEUX

Après la crise financière de 2008, beaucoup de fonds de pension et d'investisseurs de long terme ont révisé à la baisse la part des actions. Ont-ils eu raison ?

Deux chercheurs de l'Université de Lausanne, **Eric Jondeau** et **Michael Rockinger**, ont comparé les stratégies d'investissement à long terme selon deux modèles – **statique** ou **buy-and-hold** et **dynamique** –, pour dix pays européens (Royaume-Uni, Allemagne, Espagne, France, Suède, Italie, Suisse, Danemark, Pays-Bas, Norvège) de 1975 à 2008. Dans le modèle dynamique, on tient compte de la conjoncture économique et du caractère prédictif de certains indicateurs pour faire varier la part des actions dans le portefeuille au cours du temps.

Les modèles de prédiction construits par E. Jondeau et M. Rockinger testent cinq variables prédictives des rentabilités boursières : le taux d'intérêt à court terme, le taux à long terme (obligations publiques), le spread taux long-taux court, le ratio dividende/prix des actions et le taux d'inflation annuel. Parmi ces variables, le ratio dividendes/prix des actions et le taux d'inflation annuel sont les variables les plus déterminantes dans la prédiction de la rentabilité des actions : celle-ci est positivement corrélée au ratio dividendes/prix et négativement corrélée au taux d'inflation annuel.

Alors que les modèles économétriques utilisés pour prédire les rentabilités présentent de faibles performances statistiques à court terme, les rendements sont néanmoins prédictibles à long terme :

- Dans le cas du Royaume-Uni, le modèle estimé sur la période janvier 1975 – décembre 2004 permet dans 59 % des cas de prédire le « bon signe » du rendement et dans 51 % des cas de prédire la « bonne variation » du rendement.

- Dans le cas de la France, ces valeurs sont respectivement de 64 % et 36 %.

Les auteurs montrent ensuite que cette prédictibilité (même limitée) de la rentabilité des actions a un effet significatif sur le choix de portefeuille optimal, parce qu'à long terme, les actions ont une rentabilité plus élevée que les obligations. Une stratégie d'allocation dynamique optimale devrait inclure une plus forte proportion d'actions que ne le suggère une allocation statique de type buy-and-hold. En effet, par un phénomène de « retour à la moyenne » des rentabilités, les actions sont moins risquées à long terme qu'à court terme. Alors que le modèle de choix de portefeuille statique buy-and-hold conclut à une proportion « optimale » d'actions

dans le portefeuille des investisseurs de long terme (10 ans) égale à 40-50 %, le modèle d'allocation dynamique conclut à une part optimale de 60-70 % selon les pays, y compris lorsqu'on tient compte de l'incertitude entourant les paramètres estimés.

A l'occasion d'un séminaire organisé par l'OEE sur cette étude, Olivier Garnier, Chef Economiste à la Société Générale, a présenté trois observations qui pourraient amener à des recherches complémentaires prenant en compte l'expérience de la crise financière de 2008 :

- Un investisseur doit prendre en compte les **risques extrêmes**, qui ont une faible probabilité mais un impact important.

- Il convient d'analyser le risque de chaque classe d'actifs : le risque des actions diminue relativement à celui des obligations avec le temps.

- Les différentes classes d'actifs (actions, obligations) ont connu dans l'histoire, de façon alternative ou simultanée, des longues périodes de gains ou de pertes. La stratégie d'investissement dynamique devra prendre en compte ces cycles de valorisation.

Enseignements pour les investisseurs

L'allocation d'actifs stratégique doit être réexaminée au cours du temps pour tenir compte de la conjoncture macro-économique et mettre en œuvre un bon « market timing »

Enseignements pour les régulateurs

Les réglementations prudentielles devraient prendre en compte les phénomènes de « retour à la moyenne » pour pondérer les exigences de fonds propres liées à la détention de chaque classe d'actifs.

Les travaux réalisés pour l'OEE

Eric Jondeau et Michael Rockinger, « Portfolio Allocation for European Markets with Predictability and Parameter Uncertainty », Août 2009

Olivier Garnier, « La crise a-t-elle remis en cause l'investissement à long terme en actions ? », Présentation à une conférence de l'OEE, Janvier 2010

