



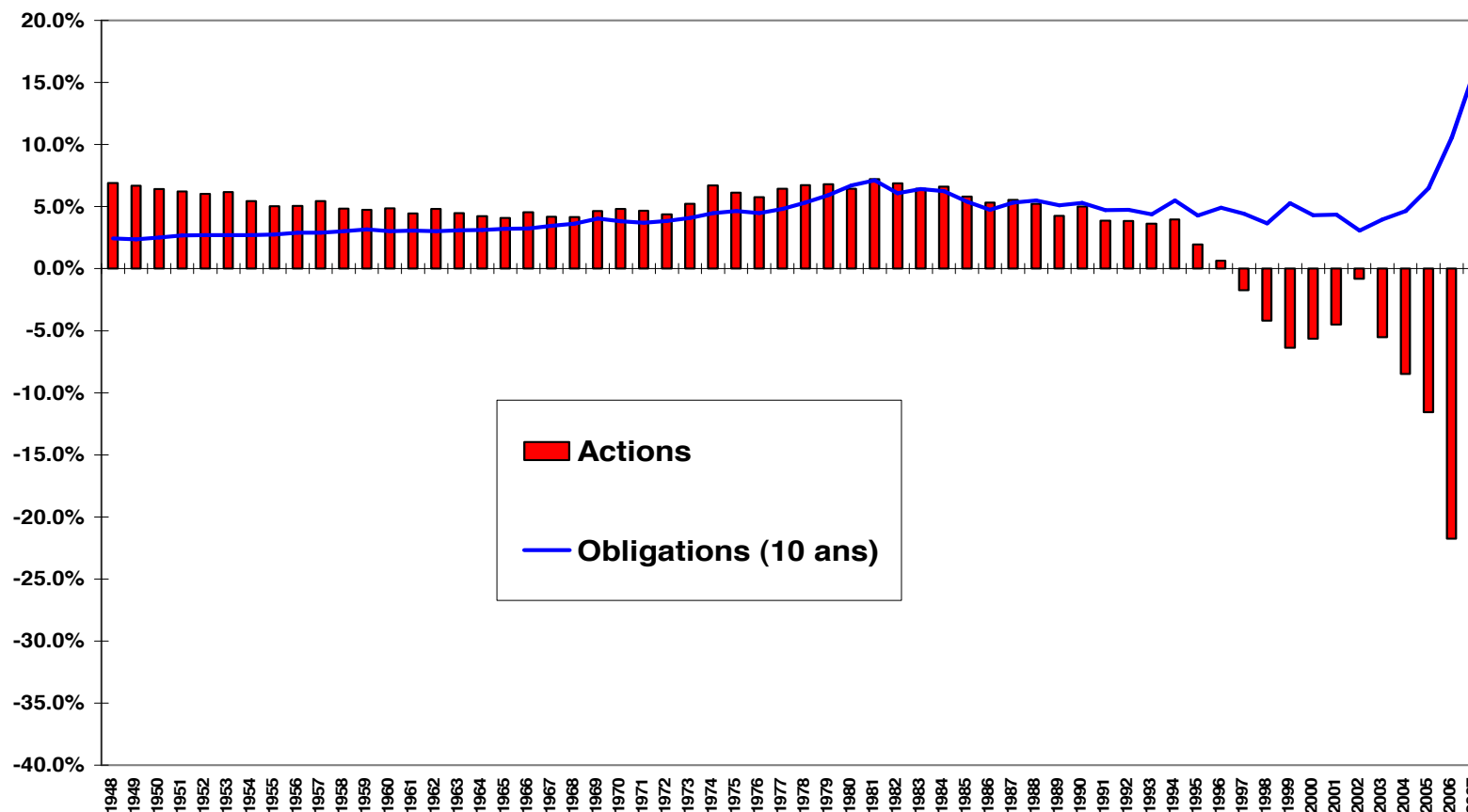
La crise a-t-elle remis en cause l'investissement à long terme en actions?


Olivier GARNIER

Conférence de l'Observatoire de l'Épargne Européenne – 19 janvier 2010

Les performances à fin 2008 des placements 'buy and hold' réalisés sur les trente dernières années ...

Etats-Unis: rentabilités réelles annuelles moyennes en 2008 selon l'année d'investissement





...remettent-elles en cause l'intérêt des actions pour un investisseur à long terme ?

■ Le discours traditionnel à propos des actions sur le long terme :

- ▶ « *Sur le long terme, les actions sont non seulement plus rentables mais aussi moins risquées* ».
- ▶ « *L'investisseur à long terme doit rester toujours investi au maximum en actions ('buy and hold')* ».

■ Notre point de vue :

- ▶ La crise remet en cause non pas l'intérêt des actions comme véhicule d'investissement à long terme...
- ▶ ...mais certaines idées fausses sous-jacentes au discours ci-dessus.



1^{ère} idée fausse :
« les actions sont peu risquées à long terme »

- **Ne pas négliger les risques extrêmes (faible probabilité, mais fort impact)**
 - ▶ Risque de perte vs. Montant de la perte maximale

- **Ne pas confondre risque *absolu* et risque *relatif***



Plus la durée de détention s'allonge, plus le risque de perte en capital et de sous-performance diminue...

Etats-Unis : 1872-2008*

Fréquence des pertes ou des sous-performances selon la durée d'investissement
(en % du nombre total de sous-périodes de la durée considérée)

	1 an	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Rentabilité réelle négative sur les actions	31%	20%	10%	5%	0%
Rentabilité réelle négative sur les obligations	34%	28%	28%	28%	30%
Rentabilité réelle négative sur le monétaire	25%	26%	26%	20%	18%
Sous-performance des actions vs. obligations	38%	29%	16%	7%	1%
Sous-performance des actions vs. monétaire	34%	32%	20%	11%	0%



...mais le long terme peut se révéler très..très long !

Plus longue période de rentabilité réelle cumulée négative des actions (entre 1900 et 2008)

	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Japon	Monde	Monde hors E-U
Période	1905-20	1900-21	1900-54	1900-52	1906-78	1900-50	1901-20	1928-50
Durée (en années)	16	22	55	53	73	51	20	23

Source: Dimson & alii (2008)

France (1854-2008) : fréquence de surperformance des actions

Durée de Détenion	Actions battent les emprunts d'Etat
1 an	52%
2 ans	53%
5 ans	58%
10 ans	72%
20 ans	79%
30 ans	92%
50 ans	96%

Source: Le Bris (2009)



Diminution du risque relatif des actions avec la durée d'investissement...

Etats-Unis : 1872-2008

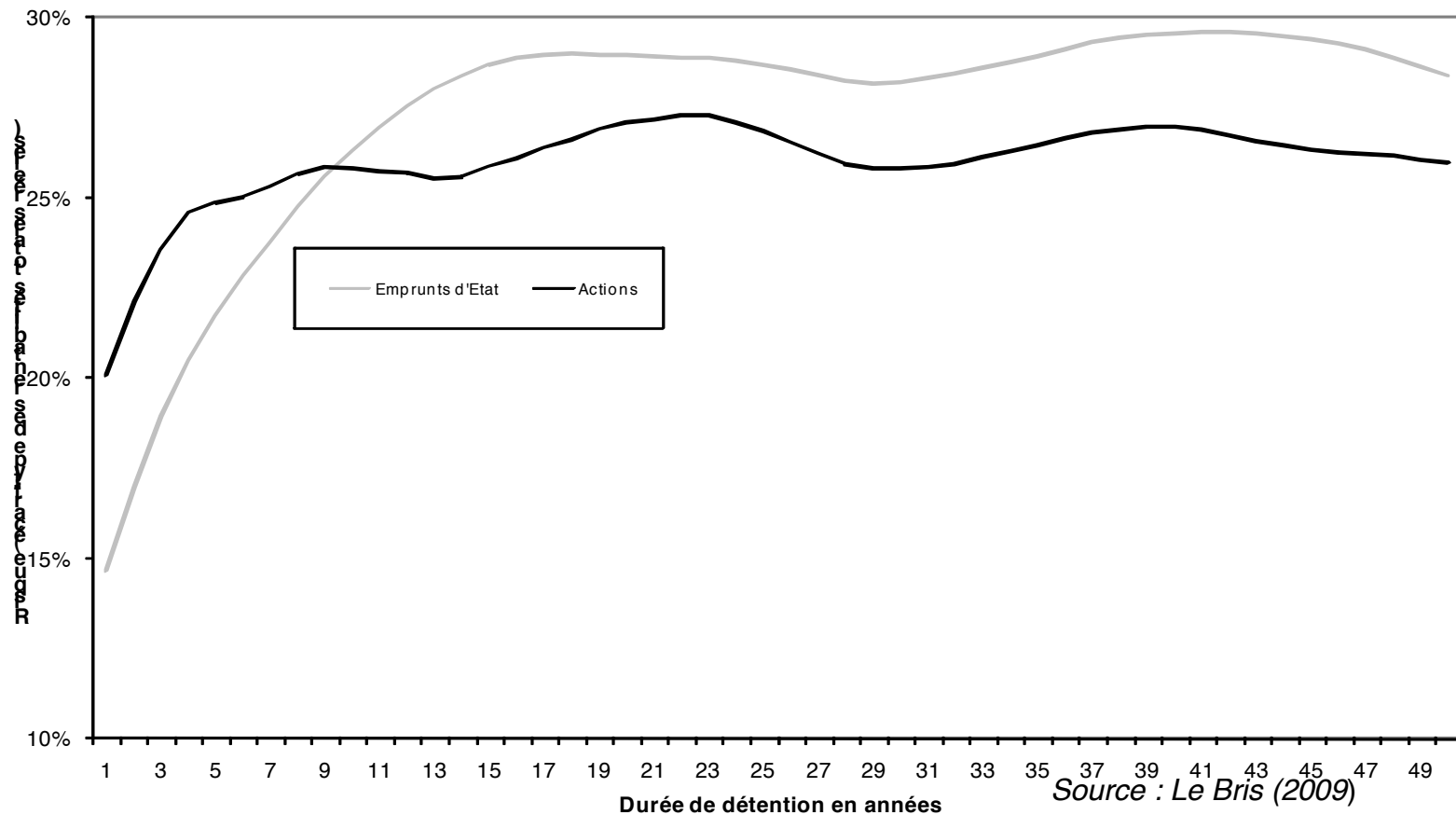
Volatilités ajustées des rentabilités réelles selon la durée d'investissement*

	1 an	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Actions	19%	17%	15%	15%	13%
Obligations	8%	10%	11%	12%	11%
Monétaire	5%	7%	9%	9%	9%

** L'ajustement est obtenu en multipliant la volatilité annualisée par la racine carrée du nombre d'années*

...mais qui résulte surtout de l'augmentation du risque des obligations avec la durée d'investissement

**Actions françaises (1854-2008):
volatilités ajustées selon la durée d'investissement**





Obligations: de longues périodes de pertes réelles

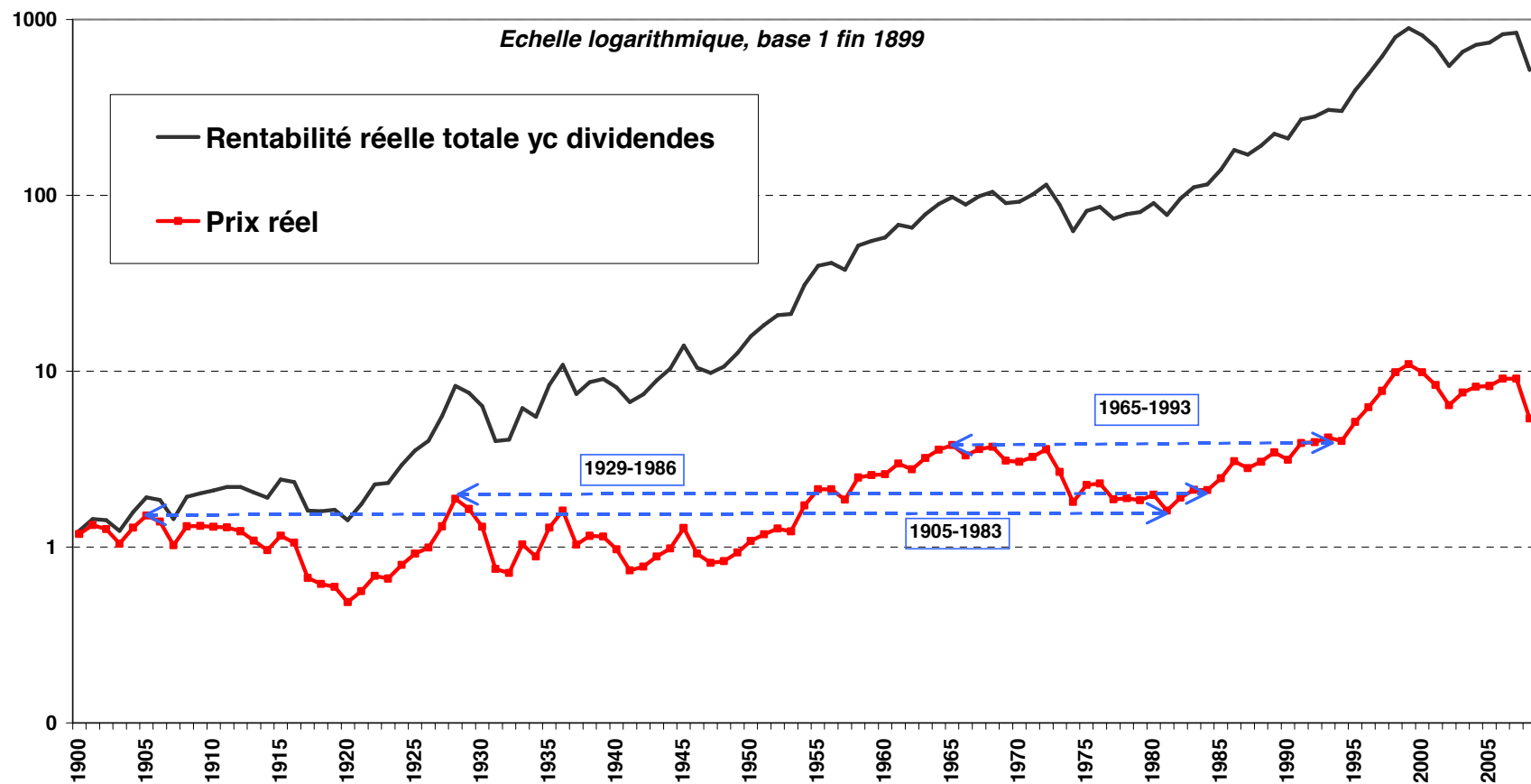
Rentabilités réelles annuelles moyennes, 1900-2008* (en %)

	1900-2008	1900-1950	1950-2008	1950-1980	1980-2008
France					
Actions	3.2%	-0.6%	6.4%	5.2%	7.7%
Obligations	-0.2%	-5.8%	4.7%	2.0%	7.6%
Monétaire	-2.9%	-6.2%	0.0%	-2.3%	2.5%
Etats-Unis					
Actions	6.0%	5.3%	6.6%	6.7%	6.5%
Obligations	2.0%	1.7%	2.3%	-1.7%	6.6%
Monétaire	0.9%	0.9%	0.9%	0.0%	1.8%
Japon					
Actions	3.7%	-0.1%	7.1%	12.5%	1.7%
Obligations	-1.2%	-6.2%	3.2%	0.7%	5.8%
Monétaire	-2.0%	-5.2%	0.8%	0.0%	1.6%

Source : Dimson-Marsh-Staunton-Elgeti (2008) pour 1900-2007, SGAM pour 2008.

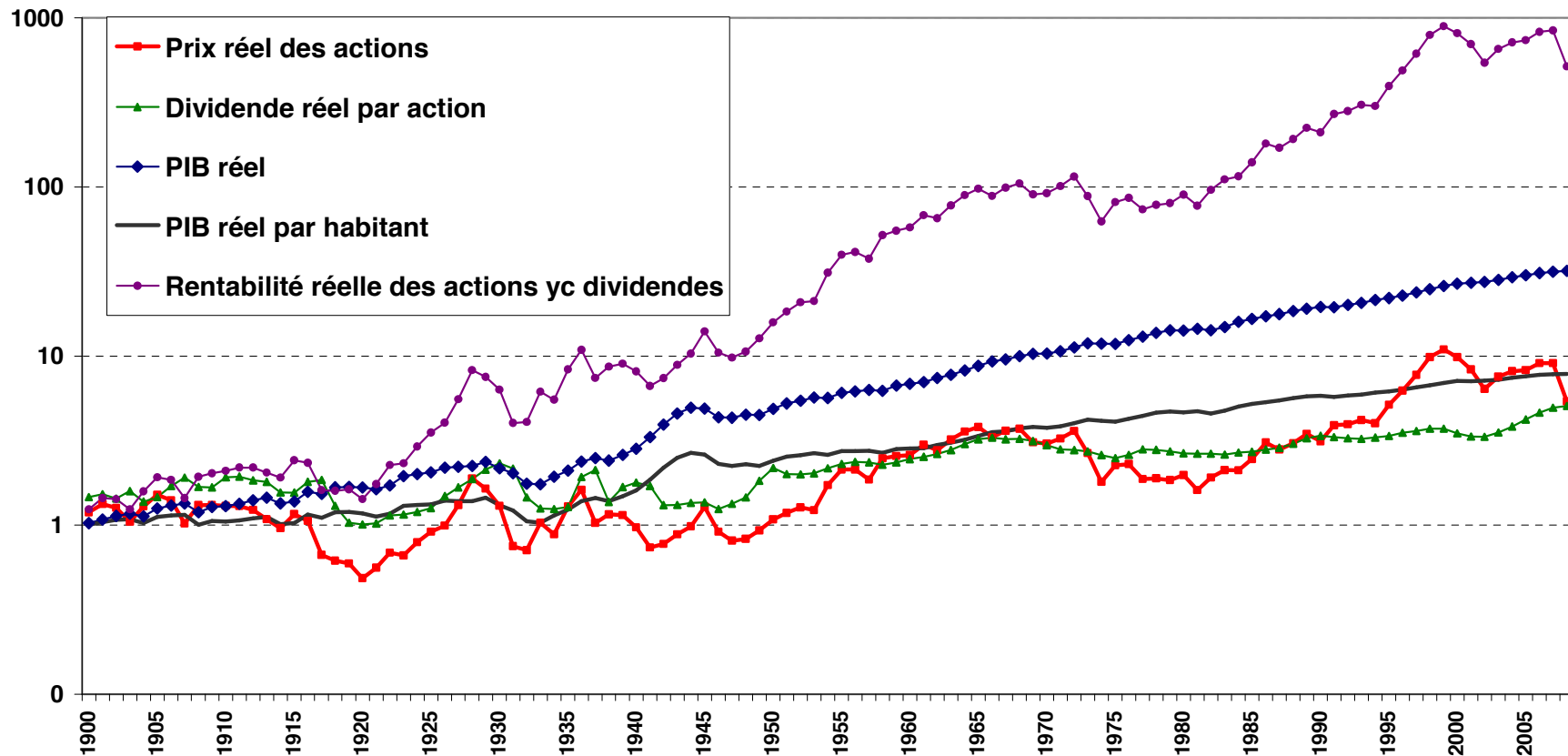
Actions: de l'importance du réinvestissement des dividendes sur la rentabilité à long terme

Etats-Unis: Indices de rentabilité des actions (hors inflation)



Actions: d'où vient leur performance sur le long terme?

Etats-Unis: Indices d'évolution, hors inflation
(base 1 fin 1899, échelle logarithmique)





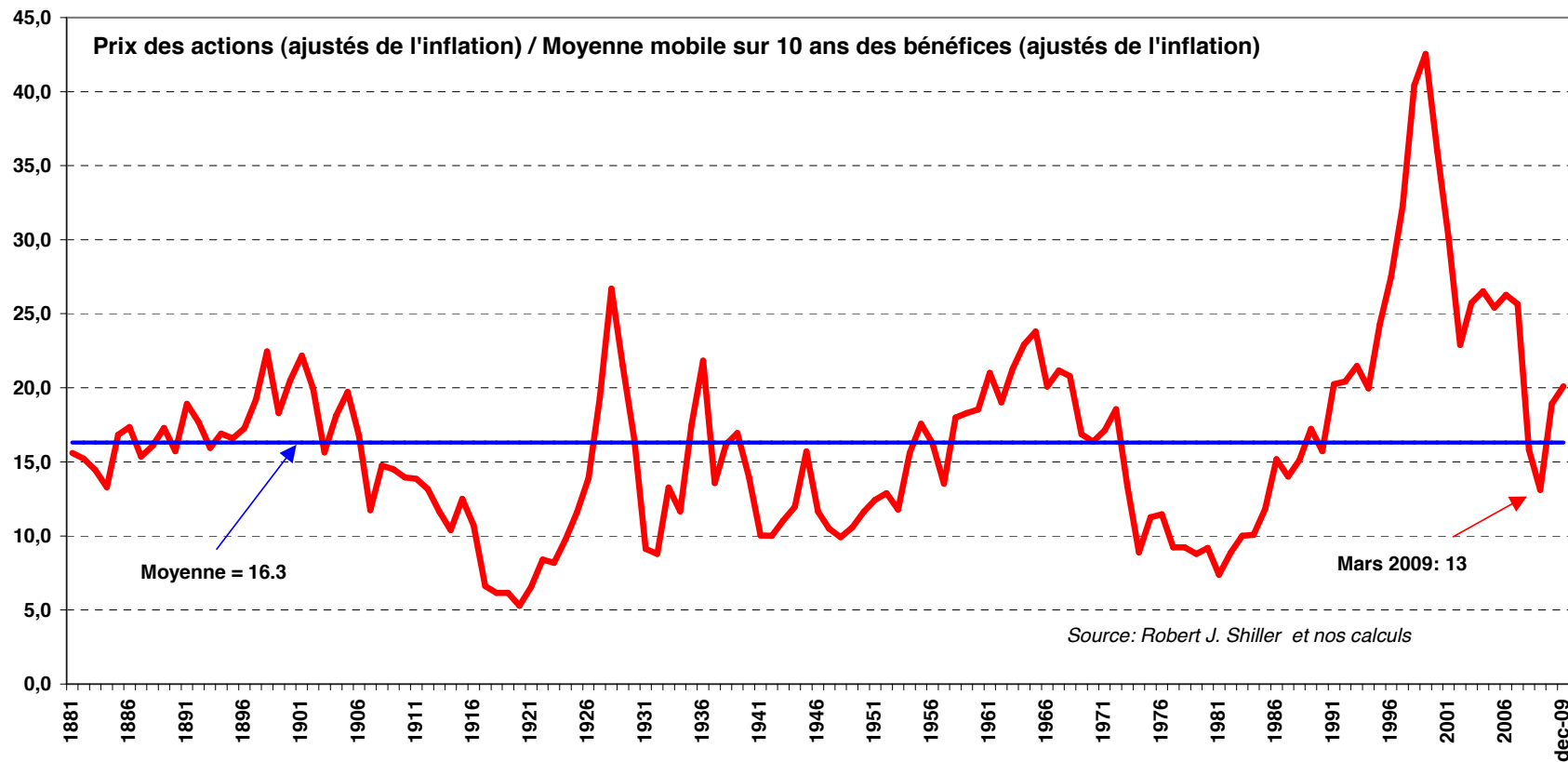
2^{ème} idée fausse : « l'investisseur à long terme doit toujours être investi au maximum en actions »

- **La diminution du risque relatif à long terme des actions résulte de forces de rappel ou de répulsion**
 - ▶ Retour vers la moyenne (actions) et/ou éloignement de la moyenne (obligations)
 - Les perspectives de rendement et les primes de risque sont variables, avec des cycles longs et « prévisibles »

- **L'allocation « stratégique » d'actifs ne doit donc pas être figée**
 - ▶ Alternance de périodes de fortes ou faibles expositions aux actions

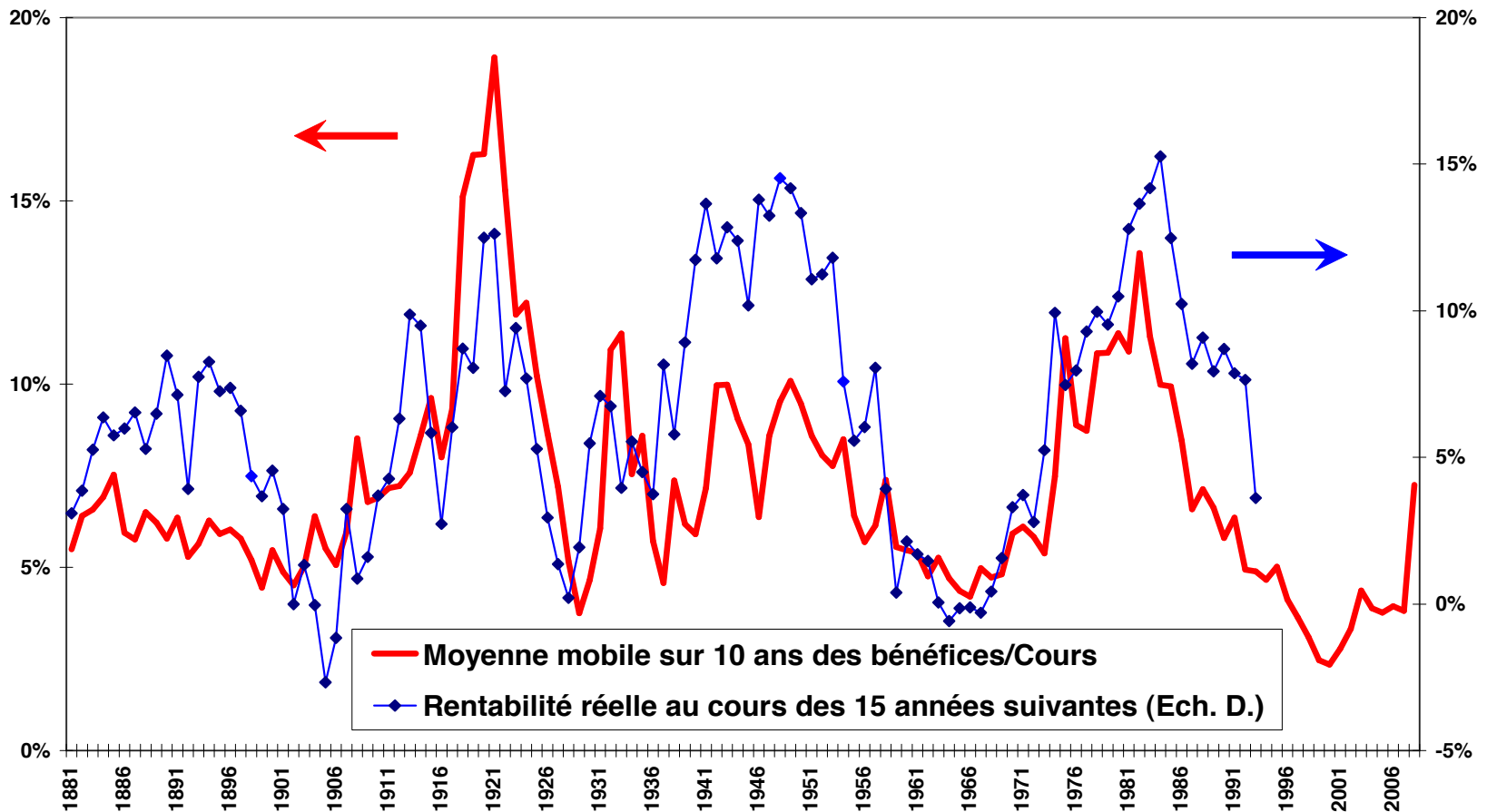
Où se situe la valorisation actuelle des actions d'un point de vue de long terme ?

S&P composite : P.E.R corrigé du cycle



Quelles perspectives de rentabilité réelle des actions à 15 ans ?

Indice S&P: bénéfices/cours et rentabilité réelle future (15 ans)



Quelles perspectives de rentabilité réelle des obligations à 15 ans ?





Conclusions

■ De l'utilité des mécanismes de mutualisation des risques entre générations:

- ▶ Complémentarité entre régimes de retraite par répartition et épargne-retraite à cotisations définies
- ▶ Fonds de pension « hybrides » (DC/DB)
- ▶ Epargne collective avec constitution de réserves

■ De l'utilité d'une allocation d'actifs « dynamique »

- ▶ Tenir compte des cycles longs de valorisation des actions et des obligations
- ▶ Tenir compte aussi de l'horizon d'investissement résiduel
- ▶ L'approche en termes d'allocation stratégique/tactique n'est pas la plus pertinente pour un investisseur à long terme