

sgam.com



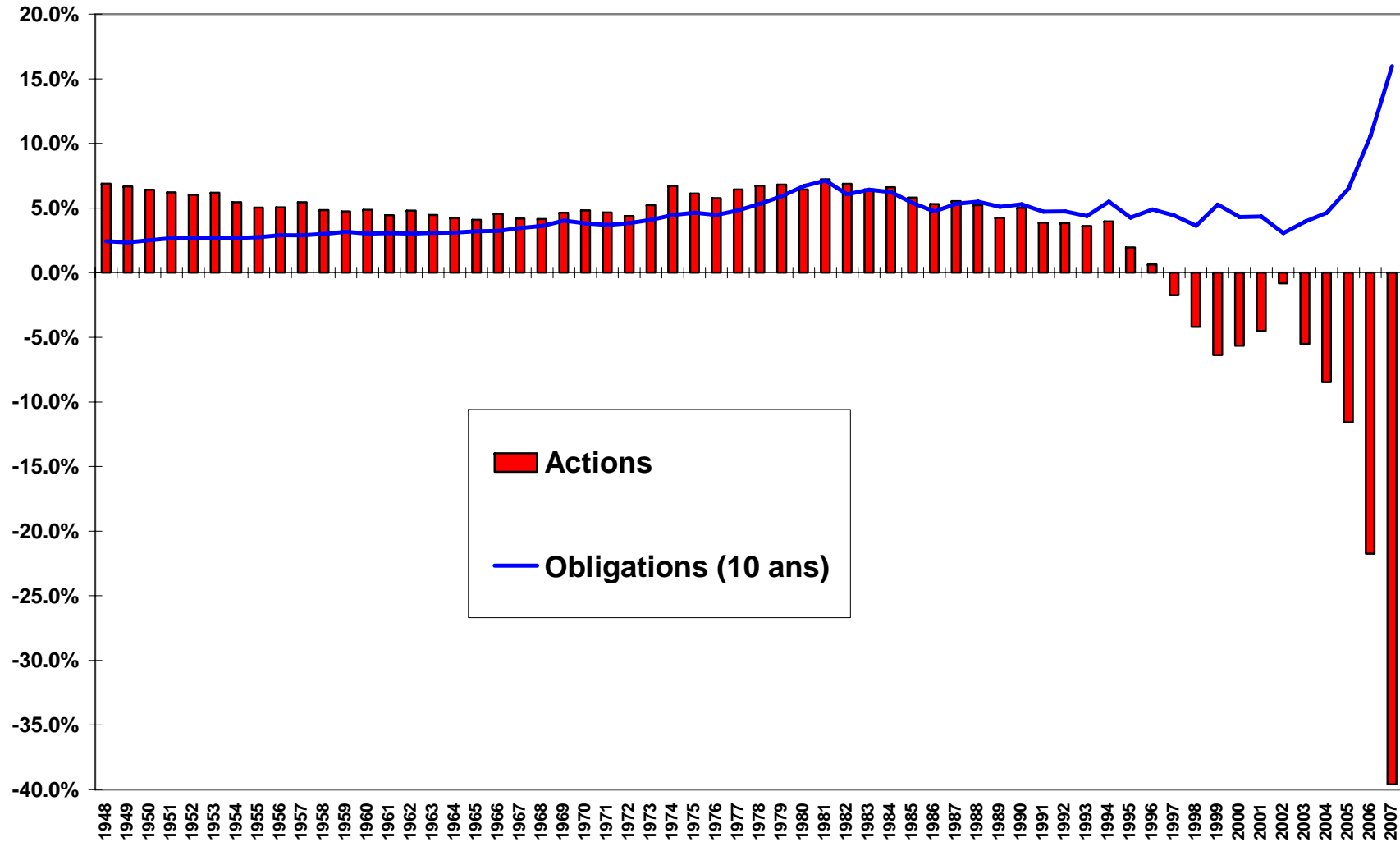
# La crise actuelle remet-elle en cause l'investissement à long terme en actions?

**Olivier GARNIER**

Entretiens de la FAIDER - 6 avril 2009

# 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 d'investir en actions pour un épargnant à long terme ?

---

### ❑ Le discours couramment entendu à propos des actions :

- ▶ « *Sur le long terme, les actions sont non seulement plus rentables mais aussi moins risquées* ».
- ▶ « *L'épargnant 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.

# Performances des marchés sur plus d'un siècle

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

	1900-2008	1900-1950	1950-2008	1950-1980	1980-2008
<b>France</b>					
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%
<b>Etats-Unis</b>					
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%
<b>Japon</b>					
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.



**1<sup>ère</sup> 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 Détention	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

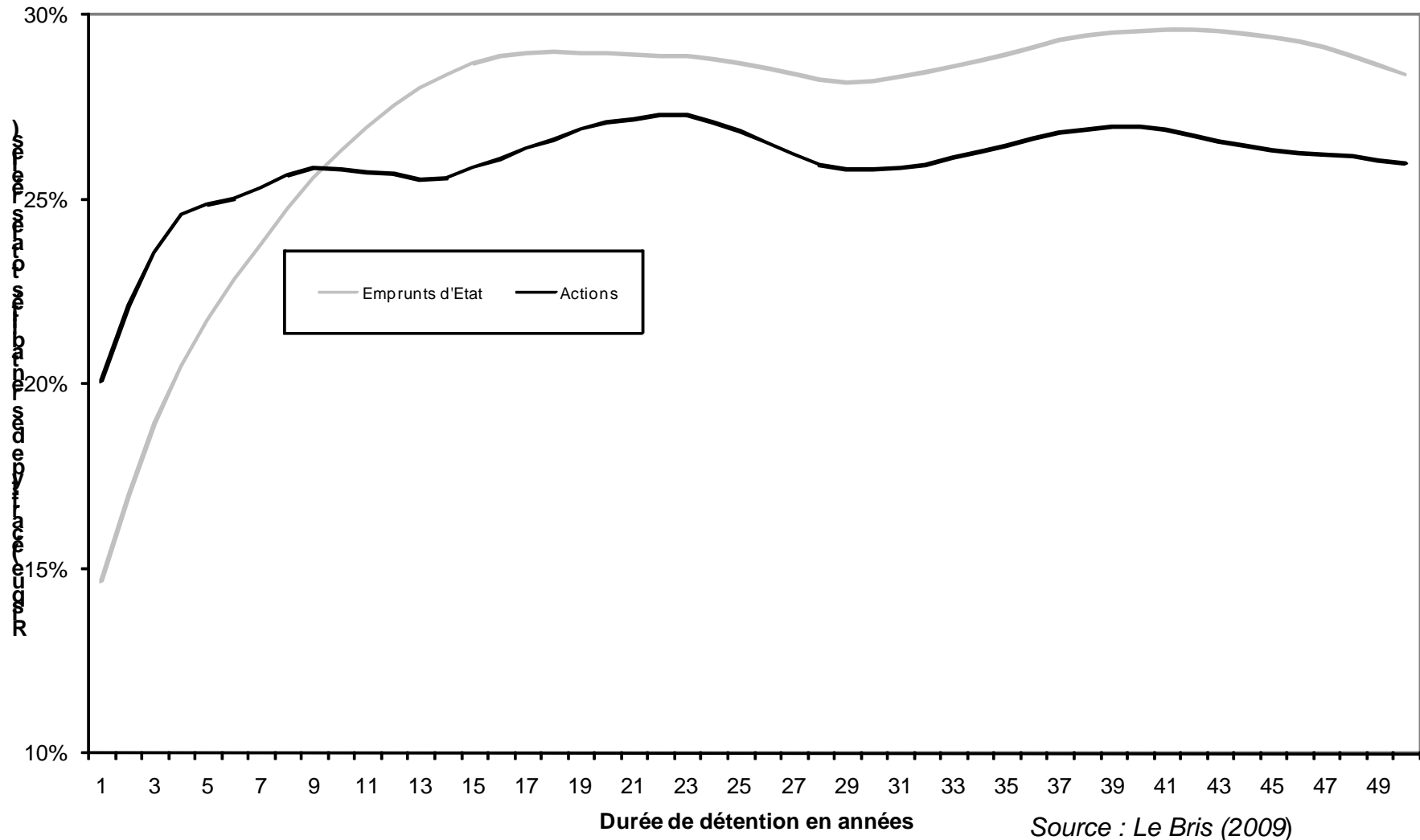
### Volatilités ajustées des rentabilités réelles selon la durée d'investissement\*

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

\* 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



## **2<sup>ème</sup> idée fausse : « *l'épargne à long terme doit toujours être investie 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)

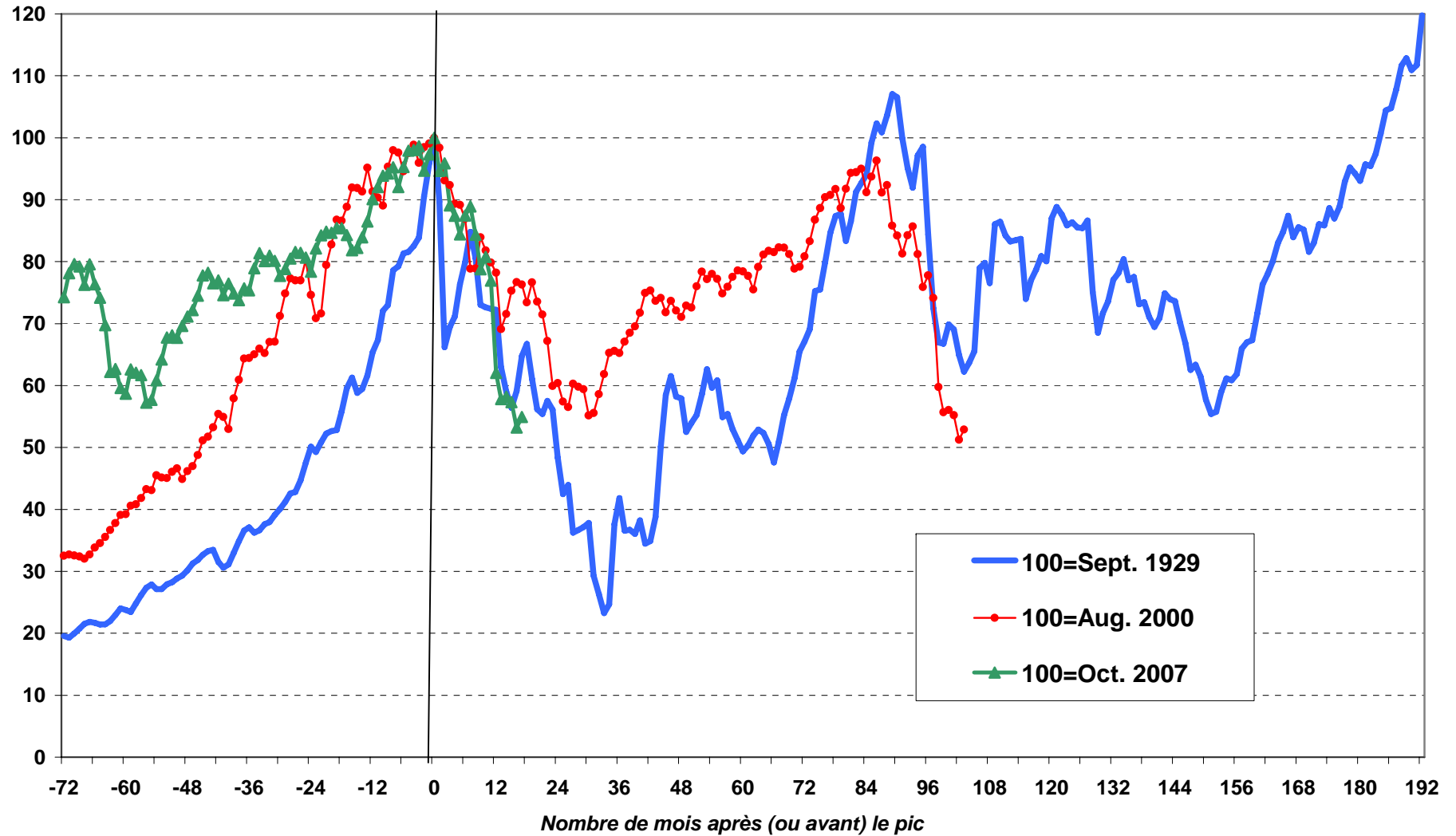
→ Les perspectives de rendement et les primes de risque sont variables, avec des cycles longs et « prévisibles »

### **❑ L'allocation en actions ne doit donc pas être figée**

- ▶ Tenir compte de la valorisation des marchés
- ▶ Tenir compte aussi de l'horizon d'investissement résiduel

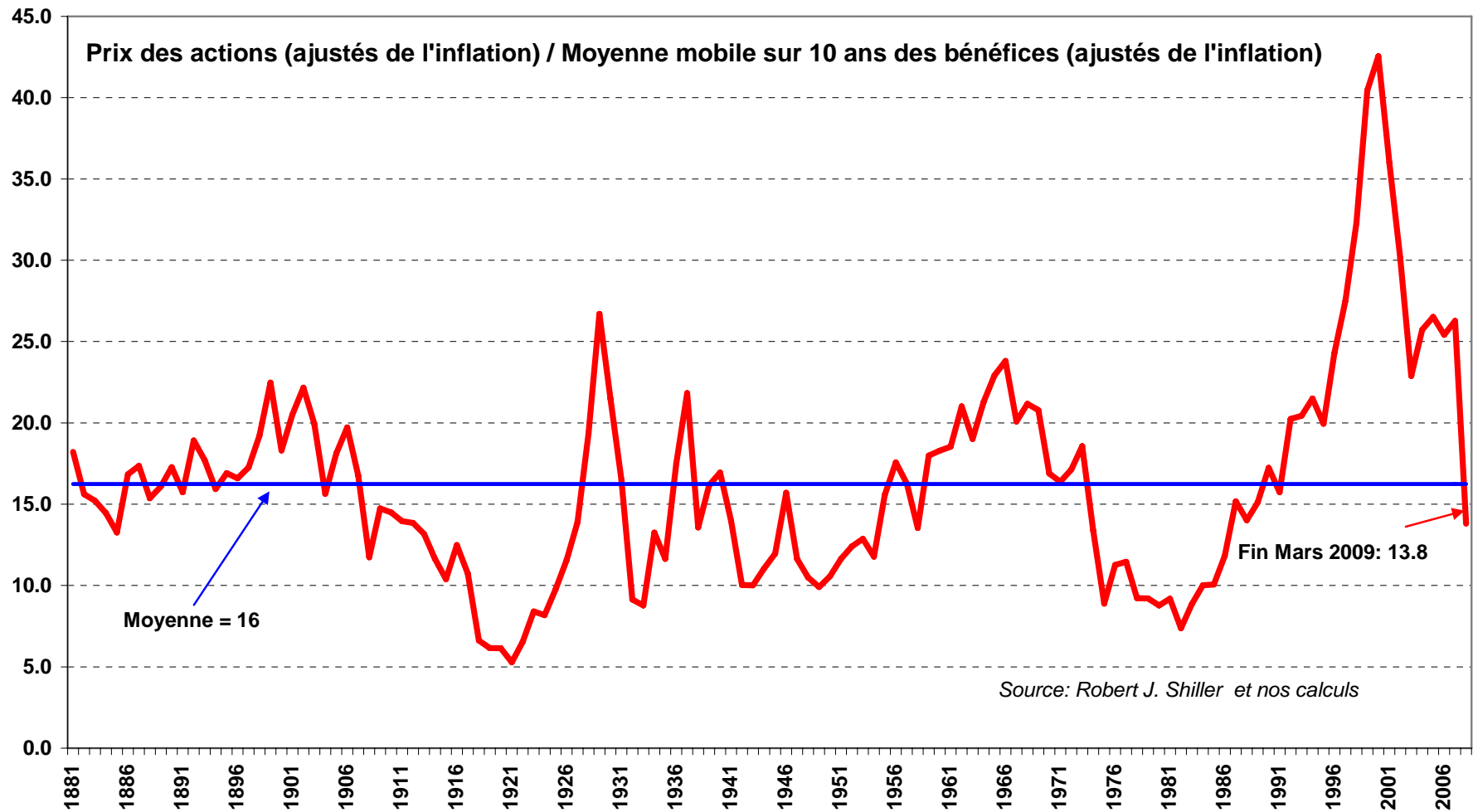
# Comparaison n'est pas raison : sommes-nous aujourd'hui en 1931 ou en 1938 ?

Etats-Unis : S&P Composite - Indice de Rentabilité Totale Réelle



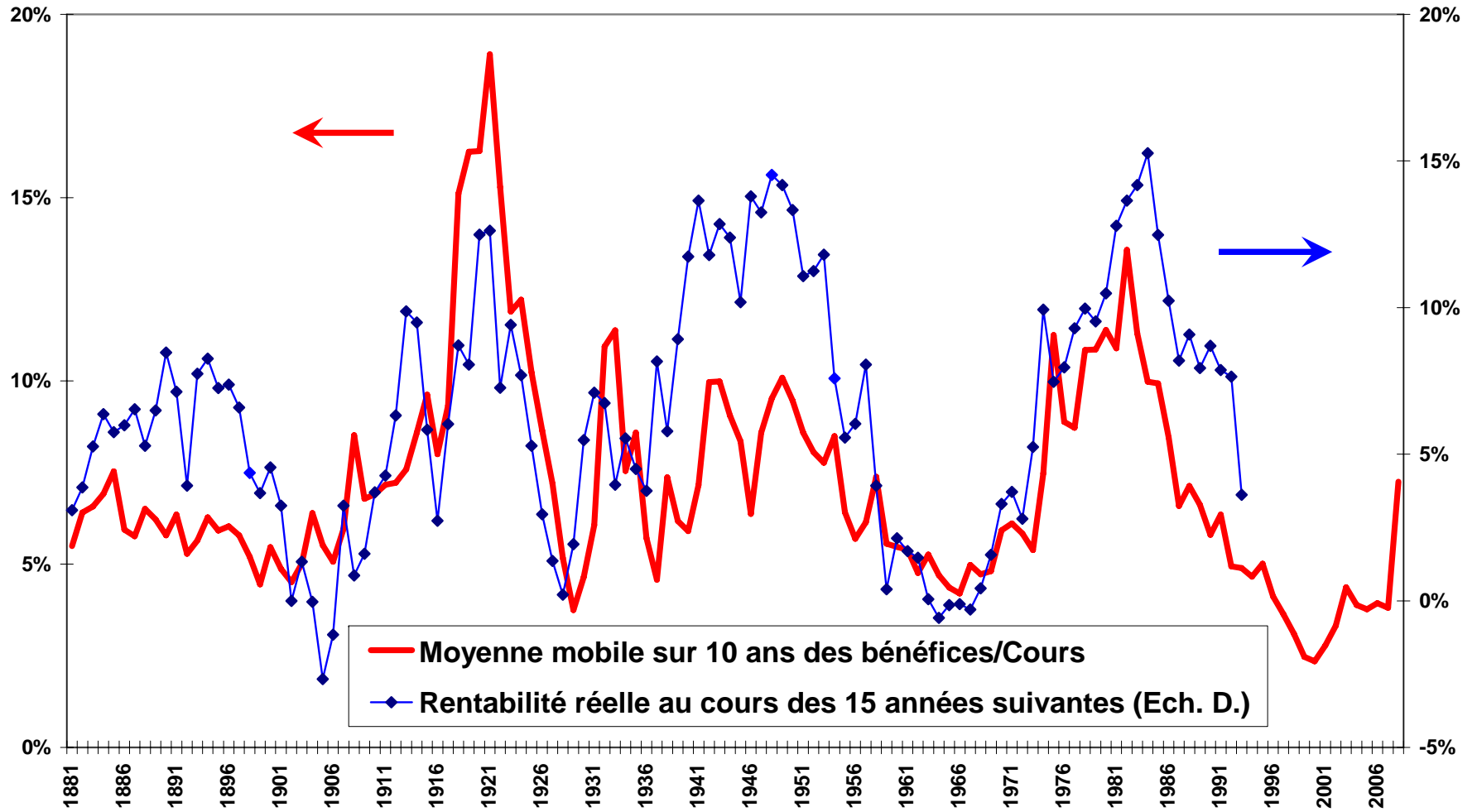
# Où se situe la valorisation actuelle des actions d'un point de vue de long terme ?

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

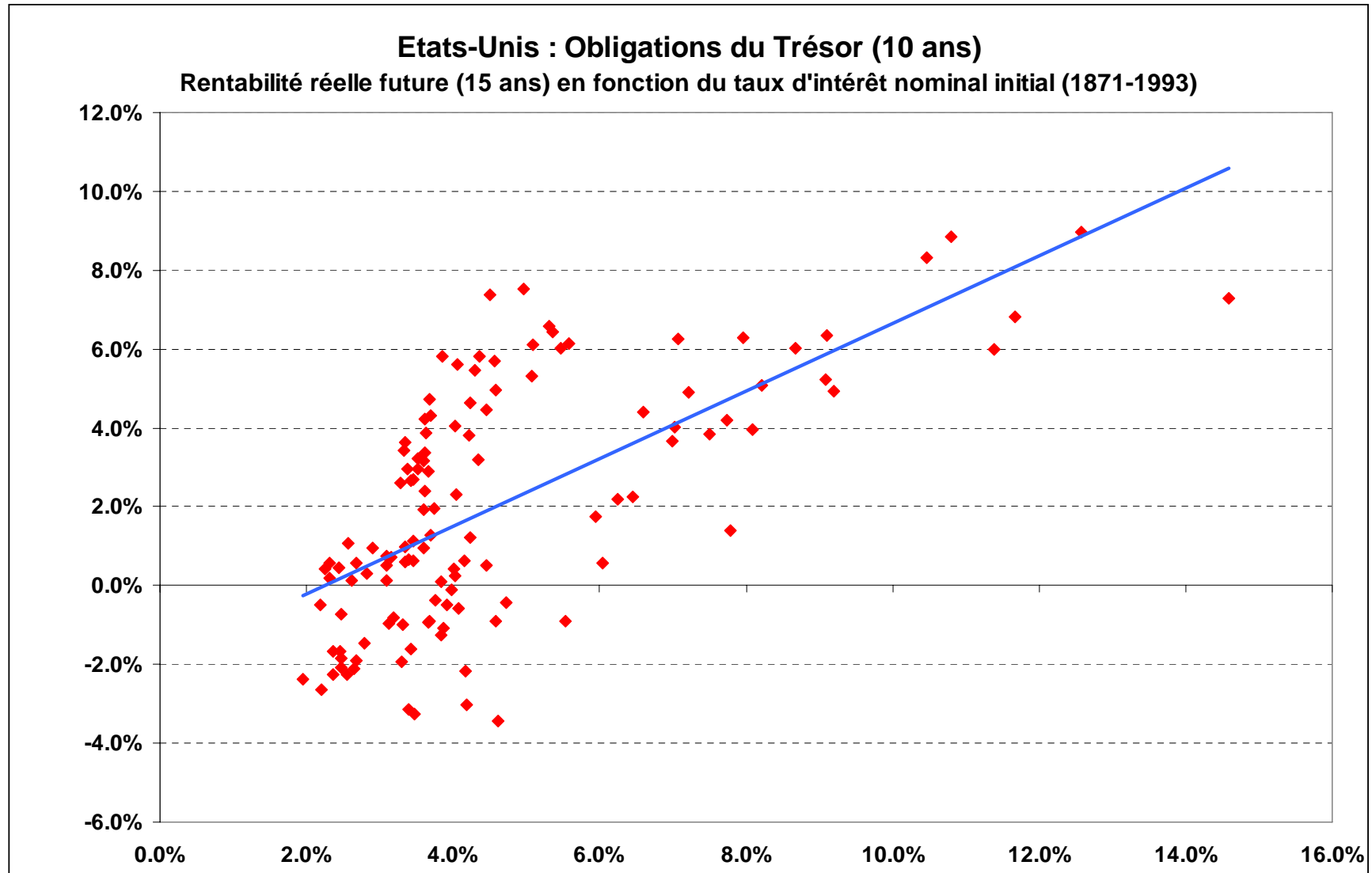


# Quelles perspectives de rentabilité réelle des actions à 10-20 ans ?

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



# Quelles perspectives de rentabilité réelle des obligations à 10-20 ans ?



# De l'utilité aussi des mécanismes de mutualisation des risques entre générations

---

## Complémentarité entre régimes de retraite par répartition et épargne-retraite à cotisations définies

- ▶ PERCO, PERP

## Fonds de pension « hybrides »

- ▶ Sortir de la dichotomie cotisations définies/prestations définies

## Epargne collective avec accumulation de réserves

- ▶ Assurance-vie en euros