

CLÉS POUR LE MARCHÉ par Olivier Davanne et Thierry Pujol

Actions : évaluer le risque à long terme

Chaque mois, Enjeux donne la parole à deux spécialistes, associés de DPA Conseil, qui analysent la stratégie patrimoniale à adopter par les particuliers qui souhaitent investir sur les marchés financiers.

Quel risque prend-on en achetant des actions ? La réponse est simple pour un portefeuille bien diversifié à un horizon d'un an ou deux. On sait en effet que la volatilité du marché des actions dépasse un peu 15% : sur un an, la Bourse a environ une chance sur vingt de baisser de plus de 30% (comme en France en 1974 et 1981). Mais, au-delà de deux ans, l'évaluation du risque est beaucoup plus difficile.

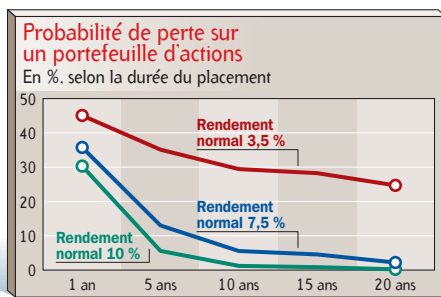
Quelle est, par exemple, la probabilité de perdre in fine de l'argent, après prise en compte de l'inflation, en investissant pendant dix ou vingt ans sur des actions ? L'usage, pour répondre à cette question, est d'extraire du passé le rendement normal des actions et de supposer que le rendement effectif varie année après année autour de cette moyenne. Par commodité, les variations annuelles prises en compte sont supposées indépendantes les unes des autres et leur ampleur est aussi estimée à partir de l'observation du passé. Ainsi, avec un rendement réel « normal » des actions de l'ordre de 7,5% par an, il y aurait une chance sur huit de perdre de l'argent en dix ans, et un peu plus d'une chance sur vingt en vingt ans.

Mais cette approche biaise considérablement l'estimation du risque et peut conduire à de grossières erreurs de gestion. Elle tend, en moyenne, à surestimer le risque pour l'investisseur à long terme. Dans la réalité, les chocs boursiers sont partiellement corrigés dans les années qui suivent. Ces rebonds, bien illustrés par les bonnes performances

boursières qui ont suivi le krach spectaculaire d'octobre 1987, protègent l'investisseur à long terme. Ils sont souvent mal pris en compte dans l'approche traditionnelle.

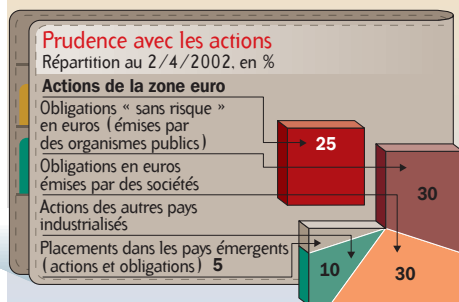
Plus grave encore, le rendement « normal » des actions est trop souvent considéré comme stable et extrapolé à partir des performances boursières moyennes observées pendant les trente ou quarante années précédentes. Or il y a des cycles boursiers : les actions sont parfois très chères, parfois très bon marché. Le rendement que l'on peut attendre sur dix ou vingt ans des actions françaises n'est évidemment pas le même selon que l'on achète celles-ci avec un CAC 40 à près de 7 000 (septembre 2000) ou à 3 500 (un peu après le 11 septembre 2001). Ainsi, le risque pour l'investisseur à long terme est lui aussi très variable.

Le graphique ci-dessous illustre la probabilité de faire des pertes, après prise en compte de l'inflation, en fonction de l'horizon de placement et du rendement réel normal attendu des actions. Parce que cette estimation tient compte du phénomène de rebond après une correction boursière, elle s'avère très favorable aux actions quand celles-ci sont correctement valorisées (probabilité de perte à dix ans proche d'une chance sur vingt quand le rendement réel attendu est de 7,5%). Acheter trop d'actions quand elles sont chères et avec un rendement attendu médiocre augmente le risque : avec un rendement de 3,5% – notre estimation au pic du marché il y a deux ans –, un investisseur à dix ans avait une chance sur trois de faire des pertes. Autrement dit, quand les actions sont chères au point de ne pas rapporter plus que des obligations, mieux vaut acheter des obligations !



VOTRE PORTEFEUILLE

Surveiller le rendement



Ce portefeuille a été défini avec un indice CAC 40 à 4 500 points et un indice Euro Stoxx 50 à 3 700 points. A ces niveaux, les profits attendus cette année pour les grandes entreprises de la zone euro représentent environ 5% de leur valeur boursière. Ce rendement instantané se révèle un peu inférieur au niveau « normal » observé sur longue période et, de ce point de vue, les actions semblent toujours un peu chères. Plus précisément, à partir d'une analyse de long terme de la rentabilité des entreprises, nous estimons qu'au cours boursier actuel, l'investisseur à long terme peut espérer dans la durée un rendement réel d'environ 5,5% par an. C'est l'hypo-

thèse retenue pour la construction de notre portefeuille, qui reste dominé par la prudence en matière d'exposition au risque actions. Ce portefeuille de référence s'adresse à des investisseurs ayant un horizon de placement à long terme – environ dix ans –, et une « audace » moyenne. Il est construit selon une approche dite « fondamentale », dans laquelle la part de chaque placement dépend essentiellement de ses perspectives de rendement dans la durée. On trouvera sur le site www.dpaconseil.com des précisions sur les différents styles de gestion ainsi que sur la construction de ce portefeuille de référence.