

LE COMMENTAIRE DE JACQUES CREMER ET CHRISTIAN GOLLIER

La myopie triomphante des pessimistes

En 2002, dans un livre au titre évocateur, « Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns », trois économistes de la London Business School, Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, montraient que les investisseurs qui ont cru aux actions durant le XX^e siècle ont tiré les marrons du feu, alors qu'ils étaient tranquillement euthanasiés les rentiers investis en actifs nominalement sans risque, submergés par de multiples crises inflationnistes en Europe continentale jusque dans les années 1980. Entre 1900 et 2007, les actions françaises ont dégagé des plus-values qui en ont multiplié la valeur réelle par 51, ce qui correspond à un rendement annuel de 3,7 %, alors que le placement monétaire a généré un taux de rentabilité réel négatif de -2,9 %. Historiquement, cette énorme prime des actions a royalement compensé les optimistes pour les risques qu'ils prenaient. Est-ce que la crise actuelle modifie cette analyse ?

La réponse simple consiste à recalculer les moyennes en ajoutant l'année 2008 à la série, en partant d'une hypothèse pessimiste d'une division par deux du CAC 40 sur l'année entière. Cela ferait baisser le rendement réel moyen des actions à 3 % depuis 1900, ce qui ne change rien sur le fond. On ne peut donc pas sérieusement prétendre que la crise actuelle modifie de façon majeure nos anticipations relatives à la performance espérée des actions à long terme. Par contre, elle nous force à repenser l'évaluation du risque. Depuis 1900, les trois années les plus mauvaises pour les détenteurs d'actions françaises furent 1931, 1987 et 2002, avec une rentabilité actions inférieure au taux d'intérêt de 39 % pour la première, et autour de 32 % pour les deux autres. L'année 2008 est partie pour établir un nouveau record dans le domaine. Cet

événement extrême nécessite une révision de la mesure du risque, en intégrant dans nos anticipations une augmentation de la probabilité des écarts anormaux de rendement.

Comment cet aggiornamento de nos croyances doit modifier la manière dont nous gérons nos portefeuilles ? Il accroît, peut-être de manière drastique, la durée que l'on doit avoir « devant soi » avant de pouvoir considérer un investissement dans des valeurs risquées, telles les actions. Les investisseurs individuels disposant de peu de temps, et les institutions qui doivent être

d'assurance-vie, les fonds souverains et certains investisseurs institutionnels, telle la Caisse des Dépôts en France, ont la capacité de lisser les chocs financiers, et le font, pour certains d'entre eux depuis plusieurs siècles. Ainsi, les risques financiers peuvent être mutualisés entre générations. Comme l'observait l'économiste Peter Diamond du MIT dès 1977, cette mutualisation ne peut se faire sans ces institutions. L'un d'entre nous a récemment montré que ces investisseurs de long terme créent une valeur sociale équivalente à une augmentation du taux de rentabilité de

La crise actuelle ne modifie pas de façon majeure nos anticipations relatives à la performance espérée des actions à long terme.

capables de mobiliser aisément des actifs, devraient rebalancer leur portefeuille en faveur des obligations et du monétaire, hélas au plus mauvais moment. Par contre, les investisseurs institutionnels de long terme, ceux qui peuvent donner le temps au temps parce que leur passif est stable, peuvent « lisser » sur de longues périodes les chocs tels que celui que nous vivons. Si, au lieu de mesurer la performance relative des actions sur une période d'un an, on l'évalue sur une période de vingt ans, à aucun moment depuis 1900 la stratégie actions n'a été moins rentable que la stratégie monétaire. Entre 1989 et 2008 par exemple, même en supposant que les actions perdent la moitié de leur valeur en 2008, les actionnaires sont encore gagnants, avec une rentabilité annualisée de plus de 1 % supérieure au taux d'intérêt observé sur la même période.

Les fonds de pension, les compagnies

d'épargne des ménages de 1 %, ce qui a un impact considérable sur le pouvoir d'achat. Il est à craindre que les récentes évolutions des normes prudentielles, en uniformisant l'évaluation des risques sur un horizon d'un an seulement, les entravent dans leur mission, un peu comme si on exigeait d'un marathonien une bonne performance tous les 100 mètres. Un entraîneur doit accepter que son coureur lève le pied dans les côtes s'il veut le voir franchir l'arrivée en vainqueur.

Jacques Cremer et Christian Gollier sont chercheurs à Toulouse Sciences économiques (TSE) et à l'Institut d'économie industrielle (Idei).

(1) « Intergenerational Risk-Sharing and Risk-Taking of a Pension Fund, » Christian Gollier, « Journal of Public Economics », juin 2008.