

## Ce qu'un horizon de placement long sait et ne sait pas faire

# La longue durée mal comprise

La nature de leurs engagements veut que les institutions de prévoyance suisses disposent d'un horizon de placement long. Mais il est faux d'en déduire que les investisseurs de longue durée peuvent toujours et en toutes circonstances encourir plus de risques avec leurs placements. Parce que malheureusement, le temps ne guérit pas toutes les blessures.

Oublions un instant de quelle façon un placement génère effectivement un rendement et imaginons qu'il soit le résultat d'un lancer de dés répété. Le rendement peut fortement fluctuer sur une année. Mais le rendement moyen de ce lancer de dés à répétition va tendre de plus en plus nettement vers la valeur médiane (voir graphique 1, page 72, dans l'article allemand). Cette propriété des séries aléatoires que l'on appelle la loi des grands nombres nous induit à penser que sur le

long terme, les risques de placement finissent toujours par payer.

### La moyenne traîtresse

Cette moyenne du rendement masque toutefois un fait capital: avec le cumul, l'insécurité des revenus obtenus sur un placement ne cesse de croître (voir graphique 2, dans l'article allemand). Si une caisse de pensions parvient tout juste à financer les prestations avec le rendement anticipé et qu'elle table tout simplement

### En bref

- > La moyenne n'est qu'une demi-vérité
- > Les cash-flows négatifs raccourcissent l'horizon de placement
- > Les cours des actions n'ont pas de mémoire

sur la compensation par le temps, 10 ans d'évolution négative se solderont par un trou de 30% dans ses actifs et après 20 ans, ce seront carrément 50%, toujours en supposant que la fortune initiale y compris les rendements dégagés reste toujours investie.

Le fait que le rendement moyen tende à retourner vers une médiane après une évolution négative peut contribuer à la sta-

bilisation de la situation financière. Mais cet effet ne se déploie que lorsque les prestations de la caisse de pensions sont variables et peuvent être modulées en fonction des rendements dégagés pendant plusieurs années. En supposant par exemple que le rendement nécessaire puisse être abaissé à 0%, un horizon de placement de 10 ans suffira à peu près avec le risque de placement postulé dans notre exemple pour qu'on ne passe à côté de l'objectif que dans 5% des cas (graphique 1, page 72, dans l'article allemand).

### **L'ordre chronologique des rendements est déterminant**

Les institutions de prévoyance avec un drain de capital important sont confrontées à un problème particulier. Même si le rendement moyen obtenu correspond sur le long terme au rendement nécessaire de la caisse, ce sera insuffisant dans bien des cas pour financer les engagements.

L'exemple d'une caisse de pensions de rentiers en déclin en témoigne. A cause du départ des capitaux, la fortune ne cesse de s'amenuiser et après 10 ans, elle sera typiquement tombée en dessous de la moitié de la fortune initiale. En conséquence de quoi, les rendements obtenus sur la fortune pendant les premières années de cet horizon de temps joueront un rôle beaucoup plus important que les rendements obtenus vers la fin de la période de liquidation. Si une caisse de rentiers n'atteint pas son rendement nécessaire dans les premières années, elle n'arrivera normalement plus à combler ce retard.

Dans une caisse de pensions en pleine croissance, c'est le phénomène inverse qui se produit. Elle va investir une fortune de plus en plus importante et les rendements obtenus durant la phase initiale deviendront très vite secondaires.

### **Pas de retour automatique à la ligne tendancielle**

Bien entendu, les rendements des placements ne sont pas le résultat d'une répétition permanente d'un même événement aléatoire comme dans notre hypothèse posée ci-dessus. Ce fait devient particulièrement apparent quand on regarde l'évolution du cours des obligations. La baisse des taux d'intérêt entre 2008 et 2012 a poussé à la hausse les rendements sur les obligations en cours, mais

en même temps on savait que les rendements futurs allaient être plus bas.

La situation est moins évidente pour les rendements dégagés par les actions, bien qu'ils comptent probablement parmi les séries chronologiques de données les plus étudiées. Un grand nombre de ces études se concentre d'ailleurs sur l'efficience des marchés d'actions.

Beaucoup d'acteurs du marché doutent que les marchés d'actions soient toujours très efficaces dans le traitement de l'information. Ce que personne ne conteste en revanche, c'est que les cours historiques des actions ne livrent aucune information sur leur évolution future. Ce n'est pas sans raison que l'on dit que «les cours boursiers n'ont pas de mémoire». On ne peut donc pas s'attendre à ce que les prix des actions retournent automatiquement à leur niveau de prix antérieur après un crash.

### **Une disette peut être très longue**

Dans le passé récent, le marché boursier japonais en est l'illustration parfaite. Le rendement réel des actions japonaises, y compris les dividendes, était de l'ordre de moins 30% au cours de ces 25 dernières années. Et il ne peut être question d'une aberration historique. Pendant les 50 premières années du siècle dernier, les marchés boursiers de France et d'Allemagne, tout comme celui du Japon d'ailleurs, ont dégagé des rendements réels globalement négatifs.

Même si les prix des actions ne rejoignent pas automatiquement la ligne tendancielle, un horizon de temps long représente un avantage. Sur le long terme, il est tout à fait permis d'anticiper une prime de risque positive sur un placement en actions. La probabilité d'un rendement positif sur les actions augmente d'ailleurs à mesure que l'horizon de temps s'allonge.

### **La gestion des risques est cruciale**

Les caisses de pensions qui disposent d'un horizon de placement long devraient en profiter. Cela ne les autorise pas à simplement ignorer les crises du marché en comptant sur le temps pour corriger tous les caprices des marchés boursiers. L'avantage principal de la longue durée réside au contraire dans le fait qu'elle permet de s'adapter aux nouvelles situations.

Pour compenser une diminution des attentes de rendement, on peut adapter

les cotisations et les prestations. Plus vite ce sera fait et moins les mesures nécessaires devront être incisives. Une gestion des risques moderne ne consiste donc pas à intervenir à court terme, mais à analyser périodiquement les facteurs de risque déterminants et à s'assurer que but de la prévoyance est toujours atteint. ■

**Marco Jost  
Lukas Riesen**