



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle d'octobre 2015

Dans un environnement de faibles rendements sans risque, les actions méritent un regard attentif

Les incertitudes et la volatilité des marchés depuis quelques mois nous donnent l'opportunité de rappeler une vérité trop souvent mise au second plan. Nous nous inspirons librement ici du livre de **David Swensen**, *Gestion de Portefeuilles Institutionnels*, Editions Maxima, Paris, 2009. David dirige avec succès le fonds de dotation de l'Université de Yale depuis 1985, l'ayant fait prospérer de 1 à 22 milliards de dollars durant 28 ans, soit un rendement de 13.8% annualisé.

Les investisseurs qui font face à des engagements à long terme (assureurs, fonds de pension, fonds de dotation, fonds souverains) envisagent l'investissement dans les marchés financiers avec une inclinaison naturelle pour les actions, car le risque qu'ils prennent en les détenant est compensé par des rendements plus élevés à long terme. Des rendements élevés contribuent fortement à atteindre les objectifs de préservation du pouvoir d'achat, de respect des contrats ou de soutien régulier au budget opérationnel des institutions. En fait, la divergence entre les objectifs contradictoires de préservation des capitaux et de prélèvement d'exploitation engendré par les activités des institutions ne peut être adoucie qu'en augmentant les retours sur investissement.

Tableau 1 : Les actions génèrent des rendements supérieurs sur le long terme
Multiples de valorisation des actifs américains et de l'inflation, Décembre 1925 – décembre 2005

Catégorie d'actifs	Multiple
Inflation	11 fois
Bons du Trésor	18 fois
Obligations du Trésor	71 fois
Obligations privées	100 fois
Actions de grandes capitalisations	2 658 fois
Actions de petites capitalisations	13 706 fois

Source: Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book*.

La théorie financière pose comme postulat que l'acceptation d'un risque plus élevé entraîne des rendements espérés plus conséquents. Les données historiques des marchés de capitaux collectées par Ibbotson et Sinquefeld sur quatre-vingt ans viennent soutenir cette conclusion théorique (Tableau 1 ci-dessus).

Les données montrent qu'un dollar investi en Bons du Trésor à la fin de 1925, intérêts réinvestis, aurait été multiplié par 18 au 31 décembre 2005, mais 60% de cette croissance ont été perdus à cause de l'inflation. Le faible rendement des Bons du Trésor est naturel : les Bons du Trésor sont dénués de risque. Les investisseurs ne prennent pratiquement aucun risque d'insolvabilité et, de plus, ils fournissent une couverture contre l'inflation, grâce à des rendements qui suivent de près l'augmentation des prix. Le prix à payer pour ces caractéristiques attractives est un rendement extrêmement faible. Les Bons du Trésor n'auraient pas été un investissement approprié pour une institution qui recherche des rendements nettement supérieurs à l'inflation. Le même dollar investi en obligations à long terme du Trésor (un très haut niveau de solvabilité aussi) aurait été multiplié par 71 à la fin de 2005, mais avec un rendement réel très incertain. Les obligations à long terme ont traversé deux décennies de taux d'inflation inconnus et inattendus au moment de l'achat. Non seulement les rendements réels ont varié sensiblement, les rendements nominaux aussi, provoquant des pertes en capital sur des périodes de détention plus courtes que l'échéance à maturité. Ce risque plus élevé des obligations à long terme a été récompensé par des rendements conséquents mais ne fournissent pas un soutien significatif à une institution qui dépense seulement les retours sur investissement supérieurs à l'inflation.

Sur la même période, les obligations privées ont un multiple de 100, supérieur au 71 des obligations d'État dépourvues de risque. Par nature, les obligations privées sont des instruments financiers hybrides, combinant des caractéristiques obligataires avec un risque actions. Ce risque produit une rémunération supplémentaire. Les

obligations privées représentent de prêts à long terme, des actifs à risque relativement faible, qui comprennent un droit de préemption sérieux sur les biens de l'entreprise qui les émet : les remboursements obligataires ont la priorité sur les dividendes versés aux propriétaires de l'entreprise que sont les actionnaires. En tant qu'ayants droit non prioritaires, les détenteurs d'actions courent un risque plus grand que les détenteurs d'obligations. Dans les cas extrêmes, lorsque les entreprises échouent à respecter leurs obligations, les actionnaires peuvent tout perdre. En accord avec ce risque, un dollar investi sur le marché actions aurait été multiplié par 2 658 sur la période sous revue. Les avantages à long terme de la détention d'actions augmentent à mesure que l'on monte sur l'échelle du risque. **Mieux encore, lorsque les investisseurs assument le risque représenté par un investissement dans les petites capitalisations, le même dollar de 1925 est multiplié par 13 706 pendant la période, ce qui constitue un montant stupéfiant par rapport aux autres catégories d'actifs.**

Des périodes plus longues fournissent des conclusions encore plus spectaculaires (Tableau 2 ci-dessous).

Tableau 2 : Les actions produisent des résultats étonnants sur le long terme Multiples des catégories d'actifs américains et de l'inflation, décembre 1802 – décembre 2012	
Catégorie d'actifs	Multiple
Inflation	19,11 fois
Notes du Trésor	5,38 mille fois
Obligations du Trésor	33,9 mille fois
Actions de grandes capitalisations	13,4 million fois

Source: Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, 5ème édition, New York, 2014.

Ces découvertes suggèrent que les investisseurs à long terme tirent le maximum de leur capital en investissant dans des actifs à risque fort et à rendement élevé plutôt que dans les instruments de créance des gouvernements et des entreprises. Comme toutes les généralisations, cette conclusion exige un examen plus attentif. En effet, une déformation apparaît lorsque les

données excluent des marchés qui ont disparu. Comme les véhicules d'investissement à risque élevé et haut rendement ont tendance à faillir beaucoup plus souvent que leurs homologues à risque et rendement faibles, l'échantillon des survivants surestime les rendements réels et sous-estime le risque réel.

Au final, l'argument qui défend cette tendance naturelle pour les actions dans le cas d'un investissement à long terme ne repose pas tant sur l'expérience statistique, mais plutôt sur le sens commun. La théorie financière enseigne avec bon sens que l'acceptation d'un risque plus élevé s'accompagne d'une espérance de gains plus conséquents. Bien que les rendements du marché des actions puissent ne pas être aussi élevés dans le futur qu'ils l'ont été dans le passé, les investisseurs à long terme tireront profit d'une préférence pour les actions.

Lettre rédigée le 9 octobre 2015

Claudio Arenas-Sanguinetti, CFA

Président

Gérant des fonds Anthracite et Hanséatique



VESTATHENA

Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014

SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960

Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS

www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.