

L'influence de la durée de détention dans l'allocation optimale de portefeuille : une analyse sur données françaises de longue période.

Pédro Arbulu
IRGAE et Université de Bordeaux IV

Nicolas Nalpas¹
TEAM-CNRS et Université de Paris I

Résumé

Cet article utilise des données françaises de longue période afin d'explorer le rôle de la durée de détention dans l'allocation optimale de portefeuille à partir de trois grandes classes d'actifs financiers : les bons du trésor de court-terme, les obligations gouvernementales et les actions. Nous utilisons à la fois des techniques de gestion de portefeuille, de maximisation et de simulation afin d'étudier l'évolution de la part investie dans les différents actifs en fonction de la durée de détention. Nous montrons que pour la plupart des cas considérés, non seulement le risque d'un portefeuille peut effectivement être réduit en augmentant la durée de détention mais aussi que la part optimale d'actifs risqués est une fonction croissante de cette durée.

Résumé étendu :

Depuis les travaux de Mehra et Prescott (1985), il est bien connu que sur longue période, les actions offrent des rendements bien supérieurs aux obligations. Ces résultats constatés sur les marchés américains ont été reproduits depuis par Nalpas (2000) sur des données françaises séculaires. Ce dernier confirme notamment l'existence d'une prime de risque annuelle de plus de 6% sur le marché français. Cette prime se justifie de manière théorique par le fait que les actions apparaissent plus risqués que les obligations. Toutefois, cette vision est largement nuancée par les praticiens qui recommandent l'augmentation de la part des actions dans les portefeuilles de leurs clients dès lors que l'investisseur désire s'engager sur une période supérieure ou égale à 5 ans. Ils justifient ces conseils en arguant du fait que l'augmentation de la durée de détention d'un portefeuille réduit son risque de manière significative. Il y a alors tout intérêt à augmenter la part des actifs ayant les rendements les plus élevés, c'est à dire les actions.

Toutefois, il existe encore de nombreuses divergences entre la vision des économistes académiques et celle des praticiens sur le rôle de la durée de détention dans l'allocation optimale de portefeuille (e.g. Lévy et Spector (1996)). Celles-ci proviennent de ce que les modèles qui fondent leurs analyses sont souvent différents. Néanmoins, dans la plupart des travaux, la vision des praticiens est acceptée dès lors que l'on considère un investisseur pourvu d'une fonction d'utilité impliquant sa "myopie"².

Ce papier tente de mettre en lumière sur données françaises de longue période (2 siècles) le rôle de la durée de détention dans l'allocation optimale de portefeuille à partir de trois grandes classes d'actifs : les bons du trésor de court-terme, les obligations d'état de long-terme et les actions. Nous utilisons non seulement des techniques modernes de gestion de portefeuille pour trancher cette question telles que le ratio de Sharpe ou l'analyse Moyenne-Variance, mais nous explorons aussi l'influence des préférences de l'investisseur représentatif par le choix successif d'un cadre induisant un caractère myope et non myope à celles-ci. Enfin, à l'aide de

¹ Correspondance : TEAM-CNRS, 106-112 Boulevard de l'Hôpital 75647 Paris cedex 13, tél.: 01 44 07 8271, fax : 01 44 07 42 47, <mailto:nalpas@univ-paris1.fr>

² Myopic Utility Function

techniques de "Bootstrapping", nous estimons la probabilité de sur-performance des actions françaises comparées aux autres classes d'actifs conditionnellement à la durée de détention.

Le papier est organisé de la manière suivante. Dans un premier temps, nous fournissons un descriptif sur les méthodes que nous avons utilisées pour construire notre base de données. Nous analysons ensuite la performance des différentes classes d'actifs sur le marché français durant les deux cents dernières années. Nous étudions ensuite le rôle de la durée de détention dans l'allocation optimale de portefeuille en utilisant successivement des techniques de gestion de portefeuille et de maximisation. Enfin, nous abordons cette question par le prisme de techniques de simulation.

Bibliographie indicative :

Levy, H. et Y. Spector, 1996, "Cross-Asset versus Time Diversification", *Journal of Portfolio Management*, Spring, pp. 24-34.

Mehra, R., et E.C. Prescott, 1985, "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, pp. 145-161.

Nalpas, N., 2000, " Modèles intertemporels d'évaluation d'actifs financiers : une évaluation sur données françaises de longue période", *Document de travail* de la Maison des Sciences Economiques N°2000-32, <http://panoramix.univ-paris1.fr/MSE/CahiersMSE/publications/B0032.pdf>