

Comparaison des placements sur longue période : la revanche de l'immobilier¹



Le carrefour de l'immobilier et de la finance

Les investissements longs s'accommodent mal de la valse-hésitation des performances de court terme. Au-delà des facteurs conjoncturels, il faut du temps pour que les actifs révèlent leur nature profonde. En apportant une autre vision des actions, des obligations, de l'or et de l'immobilier, l'étude² de l'IEIF invite à revoir les jugements que l'on porte sur chacune de ces classes d'actifs.

Depuis dix-sept ans que l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF) réalise son étude annuelle sur l'évolution comparée des performances des placements en France, rarement une période a été aussi agitée que celle que l'on vient de vivre. Pourtant, la plupart des séries statistiques utilisées partent de 1972. Elles incluent donc les deux chocs pétroliers de 1973 et 1979, le krach boursier de 1987, la crise immobilière des années 1990, la bulle Internet de la fin de ces mêmes années 1990 et son éclatement en 2000, etc.

En 2008, les marchés boursiers enregistrent une chute d'une ampleur telle que la comparaison avec 1929 s'impose. En 2009, le rebond amorcé au mois de mars est tout aussi spectaculaire. Mais les calculs en pourcentage, nous le savons tous, peuvent induire en erreur si l'on n'y prend pas garde : quand un indice a baissé de 50 %, il faut une hausse de 100 % pour le ramener à sa hauteur initiale.

L'année 2009 n'aura pas suffi à ramener les actions sur la première place du podium. On constate même que l'investissement en actions est perdant sur dix ans. Cela amène les épargnants à douter d'un placement dont on leur a toujours dit qu'il était risqué, certes, mais gagnant sur le long terme. L'évolution des actions depuis le début de 2010, en termes de prix comme de volumes échangés, laisse penser qu'elles auront beaucoup de mal à reconquérir la confiance des investisseurs.

Simple parenthèse ? Ce changement de statut des actions frappe les observateurs parce qu'il touche une classe d'actifs traditionnellement abonnée aux meilleures places dans les classements selon les performances à long terme. Comment faut-il l'interpréter ? Est-ce une simple parenthèse, le résultat d'une conjonction de phénomènes exceptionnels ayant peu de chances de se reproduire ou cela marque-t-il le début d'une nouvelle ère ?

La lecture des études annuelles de l'IEIF sur le sujet incite à se garder de toute conclusion définitive et de toute extrapolation. L'histoire des placements est riche en rebondissements, et les quatre dernières décennies nous offrent une variété de situations telle qu'on pourrait croire qu'elles ont été imaginées par un professeur de finance soucieux de montrer tous les cas de figure à envisager.

1. Cette synthèse est publiée dans le numéro 52 de *Réflexions Immobilières*, 2^e trimestre 2010.
2. IEIF, *Les Placements sur longue période*, publication annuelle.

L'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière est un organisme d'études et de recherche indépendant. Sa vocation est de fournir des prévisions et des analyses sur les marchés et les investissements immobiliers en France et en Europe.

L'IEIF est aussi le cercle de réflexion des professionnels de l'immobilier et de la finance.

L'IEIF compte 4 pôles :

- SCPI
- Immobilier coté (SIIC/REIT, France/Europe)
- Immobilier direct (logement, bureau...)
- OPCV

et un club Analyse et Prévision

■ L'évolution sur quatre décennies

Raisonnons par périodes de dix années glissantes, à intervalles de cinq ans. Elles se chevauchent donc partiellement et montrent bien comment une tendance apparaît puis s'évanouit. Les classements se font ici sur la base du taux de rentabilité interne (TRI), que connaissent tous les professionnels de l'investissement et qui a l'avantage de permettre des comparaisons rapides : cette approche indique, sur une période donnée, la performance, la plus-value et les rendements cumulés obtenus par un placement (tableau 1 et graphique 1).

Les calculs avec revenus réinvestis (graphique 2) permettent de décrire le parcours de l'investissement année par année, reflétant ainsi le soubresaut de la période. La performance globale annuelle moyenne couplée à la volatilité apporte un autre éclairage sur les placements considérés (graphique 3).

Au fil des années, le classement s'est enrichi d'informations sur des placements qui n'existaient pas encore au démarrage des séries statistiques (les Sicav monétaires) ou pour lesquels des séries longues restaient à établir (bureaux à Paris et immobilier d'entreprise¹).

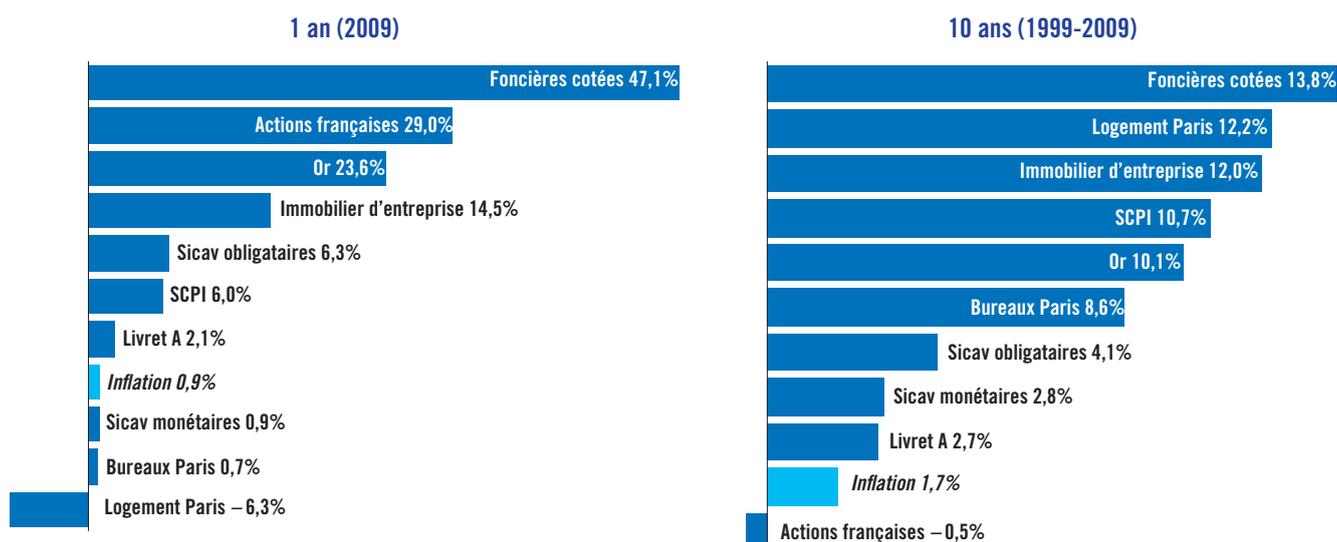
Tableau 1
Classement 10 ans glissants - Taux de rentabilité interne sur 10 ans

Rang	Placement	TRI	Rang	Placement	TRI	Rang	Placement	TRI
1972-1982 (au 31-12)			1979-1989 (au 31-12)			1984-1994 (au 31-12)		
1	Or	24,5%	1	Actions françaises	21,7%	1	Actions françaises	15,7%
2	Logement Paris	16,1%	2	Bureaux Paris	20,7%	2	Bureaux Paris	13,9%
3	SCPI	12,1%	3	Logement Paris	17,2%	3	Logement Paris	12,6%
	<i>Inflation</i>	11,1%	4	Foncières cotées	14,9%	4	SCPI	9,3%
4	Foncières cotées	10,6%	5	SCPI	12,8%	5	Immobilier d'entreprise	9,2%
5	Sicav obligataires	8,2%	6	Sicav obligataires	10,6%	6	Foncières cotées	9,2%
6	Actions françaises	6,8%		<i>Inflation</i>	6,9%	7	Sicav obligataires	8,3%
7	Livret A	6,6%	7	Livret A	6,6%	8	Livret A	4,8%
			8	Or	0,5%		<i>Inflation</i>	2,9%
						9	Or	-3,7%
1989-1999 (au 31-12)			1994-2004 (au 31-12)			1999-2009 (au 31-12)		
1	Actions françaises	13,4%	1	Foncières cotées	12,2%	1	Foncières cotées	13,8%
2	Sicav obligataires	6,8%	2	Actions françaises	11,2%	2	Logement Paris	12,2%
3	Sicav monétaires	5,5%	3	Bureaux Paris	10,1%	3	Immobilier d'entreprise	12,0%
4	Livret A	4,1%	4	Logement Paris	8,1%	4	SCPI	10,7%
5	Foncières cotées	3,0%	5	Sicav obligataires	5,6%	5	Or	10,1%
6	Logement Paris	2,5%	6	Immobilier d'entreprise	4,4%	6	Bureaux Paris	8,6%
7	Immobilier d'entreprise	1,9%	7	Sicav monétaires	3,3%	7	Sicav obligataires	4,1%
	<i>Inflation</i>	1,9%	8	Livret A	3,2%	8	Sicav monétaires	2,8%
8	SCPI	1,4%	9	SCPI	3,1%	9	Livret A	2,7%
9	Bureaux Paris	-0,4%		<i>Inflation</i>	1,6%		<i>Inflation</i>	1,7%
10	Or	-1,7%	10	Or	0,0%	10	Actions françaises	-0,5%

Source : IEIF d'après Banque de France, Caisse des Dépôts, CB Richard Ellis, Cote officielle du lingot d'or des agents de change, Euronext, Fininfo, IEIF, Insee, Jacques Friggit, Notaires de Paris Île-de-France, OLAP

1. Indice Edhec IEIF Immobilier d'entreprise France.

Graphique 1
Comparaison entre placements
Classement selon les TRI décroissants



Légende. En 2009, les actions françaises ont regagné une partie du terrain perdu en 2008. Mais deux chocs en dix ans, c'est beaucoup : leur performance depuis 1999 est négative alors que les foncières cotées apparaissent en tête du classement ; elles arrivent également en tête sur quinze et vingt ans.

Source : IEIF d'après Banque de France, Caisse des Dépôts, CB Richard Ellis, Cote officielle du lingot d'or des agents de change, Euronext, Fininfo, IEIF, Insee, Jacques Friggit, Notaires de Paris Île-de-France, OLAP

Les foncières cotées sont le placement gagnant en 2009 comme sur 10 ans

1972-1982. Ces années sont marquées par les chocs pétroliers, les tensions sur les prix et, en fin de période, par la brutale hausse des taux d'intérêt aux États-Unis pour casser l'inflation. Ces années coïncident aussi avec l'abandon du lien fixe entre le dollar et l'or et avec l'entrée dans un système de taux de change flottants. Sans surprise, c'est l'or, dont le prix officiel était resté fixé à 35 \$ l'once jusqu'en 1971, qui se montre le plus performant, devant les placements à caractère immobilier et enfin les obligations et les actions. Les écarts sont considérables, avec un TRI de 24,5% sur dix ans pour l'or et de 6,6% pour le livret A.

1979-1989. Avançons de cinq ans. La période 1979-1989 bénéficie du début d'un grand mouvement de désinflation, de l'amorce de la baisse des taux d'intérêt et d'une croissance plus soutenue. Malgré le krach de 1987, qui sera vite oublié, les actions passent en tête du classement et l'or retombe brutalement au plus bas avec un TRI de 0,5%.

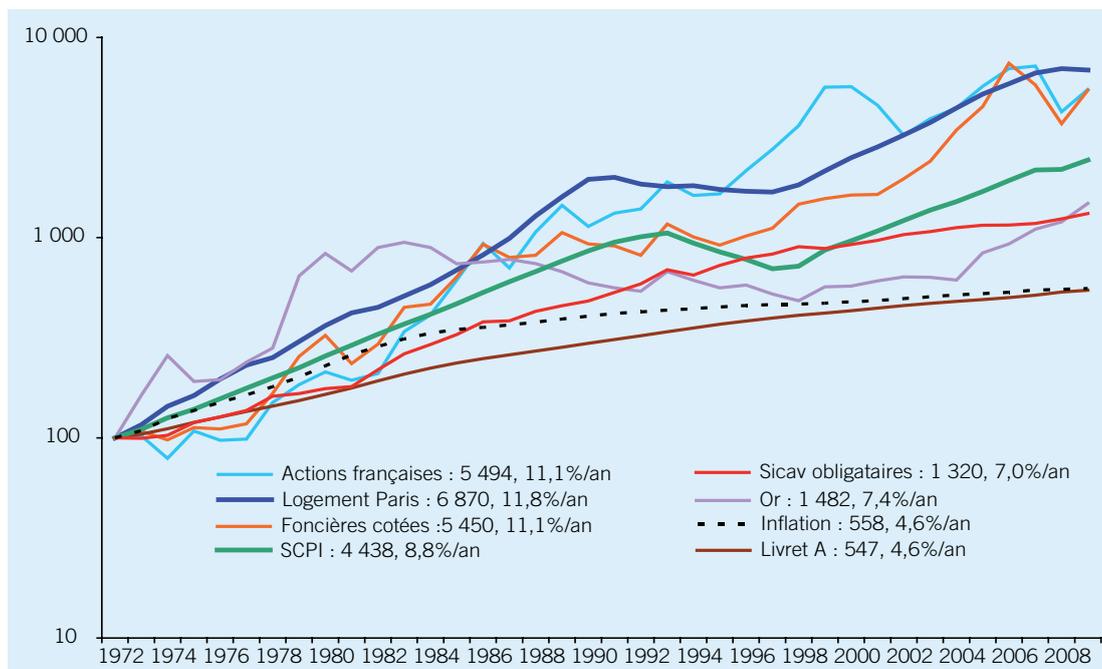
1984-1994. Au cours de la période suivante, la tendance à la désinflation se confirme, mais la réunification allemande et les tensions sur le lien franc-mark conduisent à des taux à court terme élevés ; le début des années 1990 est donc très favorable aux placements les plus liquides et très défavorable à l'investissement et à la croissance économique.

1989-1999. L'impact de cet environnement monétaire très particulier se mesure parfaitement sur la période 1989-1999 : la performance des bureaux à Paris est négative, celle des SCPI, de l'immobilier d'entreprise et du logement à Paris est médiocre. Les Sicav monétaires sont reines et ne sont dépassées que par les Sicav obligataires et les actions, qui profitent d'une fin de décennie particulièrement euphorique.

1994-2004. Mais arrive le krach boursier « rampant » du début des années 2000 ; sur la période 1994-2004, les actions françaises prises dans leur ensemble cèdent le premier rang aux foncières cotées. Est-ce le début de la revanche des « bricks » sur les « clicks », de l'économie des briques et du ciment sur l'économie virtuelle ?

1999-2009. En tout cas, malgré une vive remontée de la Bourse entre 2003 et 2006 et le rebond de 2009, le classement de la décennie 1999-2009 est cruel : les actions affichent un TRI négatif de 0,5 %, et les plus belles places du classement sont occupées par les foncières cotées, le logement à Paris, l'immobilier d'entreprise et les SCPI. Un tel tir groupé de l'immobilier ne s'était pas encore vu (graphique 1).

Graphique 2
Performances revenus réinvestis
Indice 100 au 31 décembre 1972, en euros courants



Légende. Le classement des performances en revenus réinvestis donne, sur 37 ans, le même tiercé gagnant que le classement par le TRI : le logement à Paris, les actions françaises et les foncières cotées. Aucun placement n'a fait moins bien que l'inflation sur cette période (hormis le livret A), ce qui signifie au minimum un maintien du pouvoir d'achat.

Source : IEIF d'après Banque de France, Caisse des Dépôts, CB Richard Ellis, Cote officielle du lingot d'or des agents de change, Euronext, Fininfo, IEIF, Insee, Jacques Friggit, Notaires de Paris Île-de-France, OLAP

■ Des enseignements à tirer

Cette brève histoire des placements depuis 1972 a deux morales, qui se complètent. La première est que l'investisseur doit toujours être vigilant face aux promesses de rentabilité basées sur l'expérience des années passées : en fonction de l'année de référence retenue comme point de départ et de la durée de la période choisie, on peut arriver à des résultats diamétralement opposés. La seconde est que les chiffres permettent de dégager quelques enseignements allant au-delà de la valse des performances et des classements.

**L'ensemble
des placements
assurent une
performance
supérieure à
l'inflation sur
cinq ou dix ans,
à l'exception
des actions, dont
le parcours est
particulièrement
accidenté depuis
une dizaine
d'années**

Le siècle de l'inflation. Aucune comparaison entre placements n'a de sens hors de la référence à l'indice des prix. Le phénomène le plus remarquable de la fin du xx^e siècle est la tendance continue au recul de l'inflation. Et pourtant, ce siècle a bien été celui de l'inflation : les guerres et les périodes de crise qui ont suivi ont provoqué des hausses de prix à deux chiffres qui ont définitivement provoqué la ruine de ceux qui vivaient de leur rente à taux fixe.

Dans les années 1970 et au début des années 1980, pratiquement tous les placements offraient des taux de rentabilité élevés, mais peu arrivaient en fait à faire mieux que l'inflation. D'un rythme de hausse des prix de 11,1 % entre 1972 et 1982, on est tombé au point bas à un rythme de 1,6 % entre 1994 et 2004, période pendant laquelle le baril de pétrole est revenu autour de 10 \$.

Dans les années 2000, le débat a porté surtout sur les risques de déflation. Depuis, on a vu le pétrole frôler la barre des 150 \$ le baril, des tensions vives ont été ressenties sur les prix, mais la spirale prix-salaires ne s'est pas réenclenchée.

L'inflation est-elle définitivement terrassée ? Le bas niveau du taux d'utilisation des capacités de production dans le monde fait que les risques d'une reprise d'un mouvement continu et généralisé de hausse des prix sont quasiment inexistantes en 2010 et 2011. Au-delà, la question peut se poser de savoir ce qui se passera quand l'activité aura retrouvé un niveau plus élevé et que des tensions sérieuses se feront sentir sur les produits de base. Mais les banques centrales, désormais indépendantes dans presque tous les grands pays industriels, sont-elles prêtes à accepter de laisser les prix monter au-delà de la limite de 2 % l'an devenue la référence commune de façon plus ou moins explicite ?

Le tollé provoqué par la proposition de l'économiste en chef du Fonds monétaire international de viser un seuil de tolérance revu à 4 % montre qu'il ne faut guère miser sur le laxisme des autorités monétaires. Une hausse des prix de 4 à 5 % l'an serait sans doute très appréciée de tous ceux qui sortent de la crise très endettés (les États notamment), il n'est pas sûr que ce soit le scénario le plus sûr ni même le plus souhaitable.

Méfions-nous de l'illusion nominale. Il peut être tentant de souhaiter un peu plus d'inflation, en pensant que cela mettrait de l'huile dans les rouages. En admettant qu'on arrive ainsi au résultat escompté, l'huile a toujours un prix et ce sont toujours les épargnants qui le paient. Même s'ils ne s'en aperçoivent pas toujours.

Prenons l'exemple de la rémunération du livret A, qui soulève de vives protestations et des retraits depuis qu'elle a été ramenée à 1,25 %, niveau historiquement bas, il est vrai. Pourtant, à ce niveau légèrement supérieur à l'inflation, l'épargne est protégée. Cela n'a pas toujours été le cas. Avant que sa rémunération ne soit calculée en fonction de paramètres précis (hausse des prix et taux d'intérêt à court terme), le livret A a été très souvent un placement perdant. Ce fut le cas dans les années 1972-1982 avec un TRI de 6,6 % et une inflation de 11,1 %, alors qu'il a été un placement modestement gagnant entre 1999 et 2009 avec un TRI de 2,7 % pour une inflation de 1,7 %. L'illusion nominale fait que l'on a pu se satisfaire, à un moment donné, de placements perdants et que l'on est déçu, aujourd'hui, par des placements gagnants.

Or, rappelons-le, le fait majeur de la période récente est que pratiquement tous les placements assurent une performance supérieure à l'inflation sur cinq ou dix ans, à l'exception des actions, dont le parcours est particulièrement accidenté depuis une dizaine d'années. Ainsi, des rendements modestes ne sont pas forcément négatifs pour l'épargnant.

Faut-il céder à la tentation de l'or ? La maîtrise de l'inflation amène à s'interroger sur le rôle protecteur de l'or. Le métal précieux a recommencé à briller à la faveur de la crise économique : quand tout s'effondre, la tentation est forte de voir en lui l'ultime rempart. La réalité est nettement plus complexe. Le problème est qu'il ne rapporte rien : l'utilité de sa détention ne repose, en théorie, que sur sa capacité à conserver sa valeur en toutes circonstances. Il ne possède pourtant pas cette vertu : sur toutes les périodes de dix ans considérées de 1979 à 2004 (à intervalles de 5 ans), non seulement l'or s'est révélé le plus médiocre des placements, mais il a perdu de la valeur sur les périodes 1984-1994 et 1989-1999.

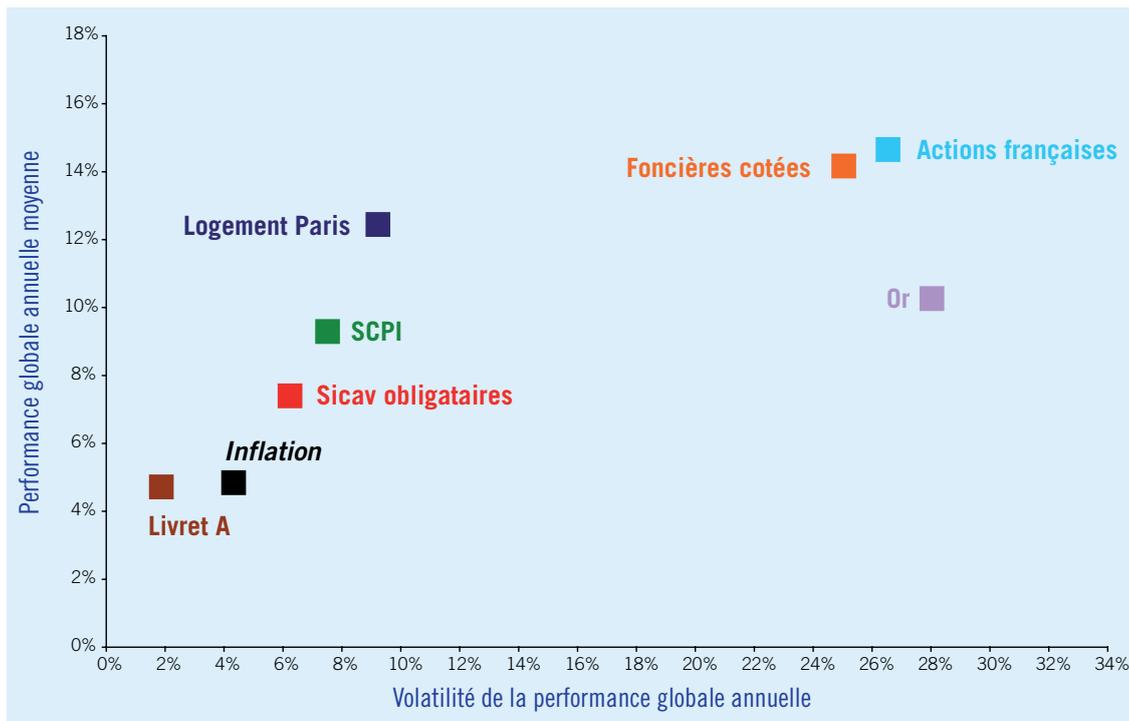
Ceux qui l'avaient acheté après le deuxième choc pétrolier ont dû attendre un quart de siècle pour retrouver des cours au moins égaux à leur prix d'achat. En attendant, l'argent immobilisé aurait pu être utilisé plus intelligemment ailleurs. C'est justement ce que révèlent les calculs de rendement sur longue période.

Malgré sa folle remontée à plus de 1100 \$ l'once en 2009, l'or n'affiche les meilleures performances que sur une période de cinq ans. Depuis 1972, il affiche un TRI de 7,6%, nettement inférieur à celui du logement à Paris (13,8%), des actions françaises (11,6%), des foncières cotées (11,5%) et des SCPI (10,8%).

Cela ne signifie pas qu'il ne faut pas s'intéresser à l'or. Simplement, il faut le considérer pour ce qu'il est : un produit hautement spéculatif, c'est-à-dire exactement le contraire d'un placement protecteur. La question peut se poser de savoir si son statut ne va pas changer, des pays émergents souhaitant s'en servir

Il faut considérer l'or pour ce qu'il est : un produit hautement spéculatif, c'est-à-dire exactement le contraire d'un placement protecteur

Graphique 3
Couple risque/rentabilité
depuis fin 1972



Légende. Sur la base de la performance globale annuelle, ce sont les actions françaises qui enregistrent la meilleure moyenne depuis 1972, devant les foncières cotées. L'or fait nettement moins bien, malgré une volatilité plus élevée ; son couple risque/rentabilité montre sa faiblesse. En revanche, le logement à Paris enregistre une performance moyenne élevée avec une volatilité réduite. Les SCPI font preuve d'un bon équilibre entre performance et volatilité.

Source : IEIF d'après Banque de France, Caisse des Dépôts, CB Richard Ellis, Cote officielle du lingot d'or des agents de change, Euronext, Fininfo, IEIF, Insee, Jacques Friggit, Notaires de Paris Île-de-France, OLAP

**Une bonne
politique
d'investissement
repose sur une
remise en cause
permanente
du jugement
que l'on peut
avoir sur tel
ou tel
placement**

servir comme réserve de change en le substituant au dollar, alors que les grandes banques centrales des pays dits « avancés » semblaient plutôt désireuses de s'en débarrasser. Mais les dirigeants de la banque centrale de Chine ont expliqué, début mars 2010, que l'or ne pouvait pas devenir un débouché important pour leurs réserves de change : le marché est trop étroit, et une forte demande chinoise ferait aussitôt monter le cours mondial, ce qui réduirait à néant tout espoir de retour sur investissement. Il reste à savoir ce que ce discours veut dire – les achats chinois de métal précieux seront-ils nuls ou seulement limités ? – et s'il influencera le comportement des autres banques centrales.

■ Des jugements à réviser périodiquement

Cette attente d'un éventuel changement du statut monétaire de l'or suggère un autre point à ne pas négliger : la performance d'un placement ne dépend pas uniquement de facteurs externes, d'ordre conjoncturel, elle peut trouver son origine dans des éléments internes destinés à exercer un effet durable. C'est pourquoi une bonne politique d'investissement repose sur une remise en cause permanente du jugement que l'on peut avoir sur tel ou tel placement. Les exemples abondent.

Les actions. Elles ne souffrent pas seulement depuis le début de la crise des subprimes en 2007 des interrogations sur la croissance de l'activité et des résultats des entreprises. Les réformes en cours, et notamment celles introduites par les normes « Solvabilité II¹ » pour les assurances, posent une question fondamentale : les investisseurs à long terme que sont par nature les assureurs ne vont-ils pas être dissuadés de détenir des actions parce qu'on veut leur imposer des règles comparables à celles retenues pour les institutions bancaires ?

Le logement à Paris. Sa bonne performance sur longue période et sa capacité à mieux résister aux chocs de la conjoncture dans les années récentes que dans les années 1990 ne tient-elle pas à des raisons de fond qui font passer la croissance de l'activité et le niveau des taux d'intérêt au second plan ? Face à l'évolution de la population et du nombre de ménages en Île-de-France, n'y a-t-il pas insuffisance de l'offre de logements neufs ? Si c'est le cas, il y a une forte probabilité pour que les tensions sur les prix soient durables.

Les SCPI. Il est clair qu'elles ont souffert de la crise immobilière des années 1990. Mais le redressement intervenu ensuite s'explique-t-il seulement par l'amélioration de la conjoncture ? On peut aussi se demander si le secteur n'a pas subi une transformation plus radicale : fusion de sociétés, nouvelle organisation du marché des parts, etc. Si cette hypothèse se confirme, les chiffres des prochaines années pourraient apporter de bonnes surprises.

Les foncières cotées. Peut-on comparer les SIIC d'aujourd'hui aux foncières d'il y a trente ans ? Le phénomène nouveau semble être un changement important dans leur gestion, plus nerveuse, plus réactive et plus soucieuse de création de valeur pour l'actionnaire que cela n'a été le cas dans le passé. Si cette vision de ce segment de la cote est la bonne, alors il faut tenir compte du fait qu'un tel changement a deux conséquences : l'une positive, des performances plus brillantes qu'auparavant ; l'autre potentiellement négative, le risque d'une plus grande volatilité des cours.

1. En anglais « Solvency II » ; directive européenne du monde de l'assurance dont l'objectif est de mieux adapter les fonds propres exigés des sociétés d'assurance et de réassurance avec les risques que celles-ci encourent dans leur activité. Voir l'article sur ce sujet dans le dossier Spécial Retraite de *Réflexions Immobilières*, n°52, 2^e trimestre 2010.

■ Surveiller la volatilité des performances

On revient alors à la question fondamentale que les investisseurs doivent toujours se poser : celle du couple risque/rentabilité. En mesurant la volatilité des performances annuelles, on fait apparaître clairement des familles de produits aux comportements très distincts :

- les Sicav monétaires et le livret A, à la volatilité faible, donc plus sécurisants, mais à la rentabilité faible également ;

- on trouve ensuite un ensemble à prédominance immobilière (bureaux à Paris, SCPI, logements à Paris) auquel on peut joindre les Sicav obligataires, qui se caractérisent par une rentabilité et une volatilité plus fortes. Cet ensemble permet des observations intéressantes, qui défient parfois la règle de base selon laquelle la recherche de la performance ne peut se faire qu'au prix d'une volatilité accrue : ainsi, selon les périodes, le logement à Paris est plus ou moins rentable que le bureau, mais il est toujours moins volatil ;

- enfin, on trouve les placements généralement les plus performants sur longue période, mais aussi les plus volatils, les actions et les foncières cotées. Sur la plus longue période passée sous revue (37 ans), on remarque ainsi que l'or arrive en bonne position, mais, malgré une volatilité supérieure à celle de tous les autres placements, il offre une rentabilité inférieure à celle des actions françaises, des foncières cotées et du logement à Paris (graphique 3). Ce qui confirme la vision d'un placement au comportement très éloigné de l'image que l'on en a.

■ Conclusion : pas de placement miracle

C'est peut-être une des grandes leçons que l'on peut tirer de l'étude IEIF des placements sur longue période : il n'y a pas de bon placement en soi. D'ailleurs, selon les méthodes de calcul employées, les classements peuvent varier. Il n'y a donc, en fait, que des placements plus ou moins bien adaptés à la durée d'immobilisation envisagée et au risque que l'on est prêt à prendre, c'est-à-dire la volatilité que l'on est disposé à accepter.

Ensuite, il y a des périodes plus ou moins favorables à tel type de placement ou à tel autre : selon la date d'entrée et de sortie, un même placement effectué sur la même durée peut avoir des résultats extrêmement différents ; il faut savoir ne pas s'obstiner à aller contre le vent.

Enfin, la sécurité et la performance ne sont pas toujours là où on le croit : il est conseillé de faire un bilan régulier de sa situation en termes de risques. Un détenteur de lingots a-t-il vraiment le sentiment de vivre dangereusement ?

Gérard Horny
Senior Advisor, IEIF

***Il n'y a que
des placements
plus ou moins
bien adaptés
à la durée
d'immobilisation
envisagée
et au risque
que l'on est
prêt à prendre***