

PLACEMENTS

# Des obligations pour diminuer le risque actions à long terme

**L'introduction dans les calculs, de données plus adaptées à la longue période, confirme qu'un patrimoine composé d'actions et d'obligations est plus rentable qu'un portefeuille composé d'actions et d'actifs immobiliers.**



MICHEL ALBOUY  
Professeur des universités

Directeur du DESS  
management et  
ingénierie du patrimoine

ESA Grenoble  
Université  
Pierre Mendès-France

**L**A DIVERSIFICATION ENTRE LES actions, les actifs immobiliers et les obligations a un impact sur la performance d'une gestion de patrimoine à long terme. Ainsi, une étude récente (1) sur la période 1979-1998 montre qu'en raison de la faible corrélation entre les taux de rentabilité annuels des actifs immobiliers et ceux des actions, il est possible d'améliorer le couple rentabilité/risque d'un patrimoine composé d'actions et d'immobilier. Nous avons également mis en évidence le fait que l'immobilier avait offert non seulement une rentabilité moyenne inférieure à celle des actions, mais également un ratio rentabilité/risque plus faible que celui des actions et des obligations.

Bien qu'instructive sur les performances annuelles comparées des trois piliers de la gestion de patrimoine des particuliers sur longue période, cette étude mérite d'être complétée par une approche plus en rapport avec une gestion de patrimoine à long terme.

## INTÉGRER DES TAUX DE RENTABILITÉ SUR 10 ANS

Au lieu de prendre des taux de rentabilité annuels, nous avons considéré ici, des taux de rentabilité à long terme mesurés par les taux

de rentabilité interne (2) (TRI) des différents placements considérés sur des périodes glissantes de dix ans. Pour l'immobilier, deux indicateurs ont été sélectionnés : celui de l'immobilier coté et celui des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI). Les données brutes sont issues des travaux de l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF) (3).

Le calcul du TRI pour les SCPI et les Sicav obligations a tenu compte du prélèvement des frais. Pour les SCPI, le prix de sortie correspond au prix de cession conseillé diminué des frais jusqu'en 1993 et au prix moyen pratiqué sur le marché secondaire les années suivantes.

L'observation des taux de rentabilité interne sur dix ans des placements sélectionnés montre qu'ils varient fortement. Par exemple, un investisseur qui aurait acheté de l'immobilier coté en 1980 aurait réalisé sur dix ans une rentabilité de 20,33 %. Par contre, s'il avait fait la même opération en 1986, il n'aurait gagné que 2,53 %. Pour l'investissement en SCPI la plage de variation va de 2,90 % (1988-1998) à 13,12 % (1980-1990). Comme on pouvait s'y attendre, l'investissement à long terme en actions françaises présente des performances relativement volatiles puisque l'amplitude des TRI va de 8,12 %

(1986-1996) à 23,06 % (1982-1992). Enfin, on note la faible amplitude des taux de rentabilité des Sicav obligations.

Les résultats du *tableau 1* confirment, avec une méthodologie différente de celle utilisée dans notre étude précédente, que les actions offrent la meilleure rentabilité à long terme (dix ans) sur la période 1980-1998 : 16,09 % contre 12,46 % pour l'immobilier coté, 9,22 % pour les SCPI et 9,53 % pour les Sicav obligations.

En terme de risque, l'immobilier coté arrive de loin en tête, les Sicav obligations étant le placement le moins risqué. Par rapport aux actions françaises, il apparaît que

**“ La réduction du risque peut s'effectuer indifféremment avec des obligations et de l'immobilier non coté. ”**

l'immobilier coté offre une rentabilité nettement inférieure (de moins 23 %) et un risque très supérieur (de plus 57 %). Au total sur notre période d'étude, l'investissement en immobilier coté est strictement dominé par les actions. La volatilité des résultats des SCPI est égale à la moitié de celle de l'immobilier coté et n'est pas très éloignée de celle des actions françaises pour une rentabilité très inférieure : 9,22 % contre 16,09 %.

Le ratio rentabilité/risque in-

dique la rémunération des différents actifs pour une unité de risque. Comme on peut s'y attendre, le meilleur ratio est donné par les Sicav obligations : 5,43. Ce chiffre signifie que 1 % de volatilité est rémunéré 5,43 %. L'immobilier, qu'il soit coté ou sous forme de SCPI, affiche le plus mauvais ratio : respectivement 1,64 et 2,57. Les actions françaises offrent sur la période étudiée un ratio rentabilité/risque intermédiaire entre l'immobilier et les obligations ; preuve encore une fois de l'intérêt de détenir une fraction significative de son patrimoine en actions dans le cadre d'une gestion à long terme.

#### PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION

Les performances des placements présentés dans la section précédentes ont été calculées à partir de données en francs courants. En prenant en compte l'inflation (4) qui est loin d'avoir été constante sur la période 1980-1998, il apparaît – pour des investissements à long terme (dix ans) – que les Sicav obligations ont offert le meilleur ratio rentabilité/risque et que les actions ont été le placement le plus rentable tout en offrant un ratio rentabilité/risque supérieur à ceux des placements immobiliers (SCPI et immobilier coté).

#### QUELLE DIVERSIFICATION À LONG TERME ?

Quel est l'impact de la diversification sur le couple rentabilité/risque des placements, si on considère des taux de rentabilité calculés sur des périodes de dix ans ? Pour répondre à cette question, nous avons calculé la matrice des coefficients de corrélation entre les TRI des différents placements sur la période 1980-1998 (tableau 2). Si on écarte l'immobilier coté pour cause de ratio rentabilité/risque inférieur à celui des SCPI, on peut montrer que sur notre période d'étude, la meilleure diversification d'un portefeuille d'actions françaises est obtenue avec des obligations plutôt qu'avec des SCPI. Pour cela nous

### 1. Rentabilité et risque des placements à long terme

(en francs courants sur la période 1980-1998)

	SCPI	Immobilier coté	Actions françaises	Sicav obligations
RENTABILITÉ	9,22 %	12,46 %	16,09 %	9,53 %
RISQUE	3,59 %	7,61 %	4,85 %	1,75 %
RENTABILITÉ/RISQUE	2,57	1,64	3,32	5,43

Note : Rentabilité = moyenne des TRI glissants sur 10 ans.

Risque = écart type des TRI sur 10 ans.

### 2. Matrice des coefficients de corrélation des TRI

(en francs courants sur la période 1980-1998)

	SCPI	Immobilier coté	Actions françaises	Sicav obligations
SCPI	1,000	0,872	0,740	0,842
IMMOBILIER COTÉ		1,000	0,920	0,982
ACTIONS FRANÇAISES			1,000	0,901
SICAV OBLIGATIONS				1,000

### 3. Impact de la diversification d'un portefeuille d'actions à long terme avec des Sicav obligations et des SCPI

% actions	Sicav obligations		SCPI	
	Rentabilité	Risque	Rentabilité	Risque
100 %	16,09 %	4,85 %	16,09 %	4,85 %
75 %	14,45 %	4,04 %	14,37 %	4,34 %
50 %	12,81 %	3,24 %	12,66 %	3,94 %
25 %	11,17 %	2,46 %	10,94 %	3,68 %
0 %	9,53 %	1,75 %	9,22 %	3,59 %

Note : le pourcentage de Sicav obligations ou de SCPI contenu dans le patrimoine est égal à 100 % moins le pourcentage d'actions détenues.

avons calculé le taux de rentabilité et le risque d'un patrimoine composé d'actions françaises et de Sicav obligations ou de SCPI.

Le tableau 3 montre clairement que sur la période étudiée, un patrimoine composé d'actions françaises et de Sicav obligations domine systématiquement un portefeuille composé d'actions et de SCPI. Ainsi, si le pourcentage d'actions est de 50 %, la rentabilité moyenne du patrimoine complété avec des Sicav obligations est de 12,81 % pour un risque de 3,24 %, alors que pour les SCPI, la rentabilité moyenne est inférieure (12,66 %) pour un risque supérieur (3,94 %). Néanmoins, les différences demeurent faibles. En d'autres termes, la diminution du risque sur longue période peut s'effectuer presque indifféremment avec des obligations ou des actifs immobiliers non cotés (SCPI).

Malgré une méthodologie différente, cette étude arrive à la même conclusion que notre article précédent, à savoir «*qu'un patrimoine composé d'actions et d'obligations offre toujours une meilleure rentabilité qu'un patrimoine composé d'actions et d'immobilier*». Le seul changement se situe au niveau du

risque et de l'impact de la diversification. Sur longue période (dix ans), les taux de rentabilité des placements immobiliers que nous avons étudiés (SCPI et immobilier coté) se sont avérés plus fortement corrélés avec ceux des actions et des obligations que sur des périodes annuelles. Ce faisant, l'utilité de la détention d'actifs immobiliers pour diversifier un patrimoine à long terme se retrouve amoindrie. La réduction du risque peut s'effectuer indifféremment avec des obligations et de l'immobilier non coté. Au total, l'analyse confirme une fois de plus l'attrait des actions dans le cadre d'une gestion de patrimoine à long terme et la nécessité de limiter la part des actifs immobiliers dans cette gestion, surtout si le patrimoine comprend également des obligations. ■

(1) Michel Albouy, «Diversification et gestion de patrimoine à long terme», *Banque magazine*, n° 609, décembre 1999. Article repris dans *Problèmes économiques*, n° 2647, janvier 2000.

(2) Le TRI est le taux d'actualisation qui égalise la somme actualisée des revenus futurs (revente comprise) avec le montant de l'investissement initial.

(3) Institut de l'épargne immobilière et foncière, *L'annuaire des SCPI : 1999-2000*, 14<sup>e</sup> éd. Economica, 1999.

(4) Taux de rentabilité corrigé par les taux d'inflation sur les périodes correspondantes.