

# **PRIX, LOYERS ET COUPLE RENDEMENT- RISQUE DU PLACEMENT EN LOGEMENT**

**Avril 2021**

**Extrait d'une annexe au rapport IGF-CGEDD sur le développement de  
l'offre de logement locatif intermédiaire par les investisseurs  
institutionnels ([https://cgedd.documentation.developpement-  
durable.gouv.fr/notice?id=Affaires-0012381&reqId=601e45f8-f194-4dda-934d-c66b5133a1d6&pos=4](https://cgedd.documentation.developpement-durable.gouv.fr/notice?id=Affaires-0012381&reqId=601e45f8-f194-4dda-934d-c66b5133a1d6&pos=4))**

Ce rapport a bénéficié d'une aide de l'Etat gérée par l'Agence Nationale de la Recherche au titre du programme d'investissements d'avenir portant la référence ANR-10-EQPX-17 (Centre d'accès sécurisé aux données – CASD).

# SOMMAIRE

<b>1. L'EVOLUTION DIFFERENCIEE DU PRIX DES LOGEMENTS ET DES LOYERS .....</b>	<b>1</b>
1.1. Depuis les années 1970, l'indice des loyers est resté stable par rapport au revenu par ménage, alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé.....	1
1.1.1. <i>Depuis les années 1970, l'indice des loyers de l'Insee à structure constante a augmenté parallèlement au revenu disponible par ménage.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>... alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé</i>	<i>1</i>
1.2. Depuis 2000, le prix de cession des logements s'est envolé par rapport au revenu des ménages.....	6
1.3. Il en résulte une baisse des rendements locatifs, concomitante avec celle des taux d'intérêt.....	9
1.4. L'évolution des prix de cession a été plus différenciée géographiquement que celle des loyers .....	10
1.5. Le prix des logements existants détermine le prix du foncier constructible dans leur voisinage.....	12
<b>2. COMPETITIVITE DU COUPLE RENDEMENT - RISQUE DU PLACEMENT EN LOGEMENT.....</b>	<b>15</b>
2.1. Sur le long terme le couple rendement - volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des obligations et des actions, et assorti d'un certain pouvoir diversificateur.....	15
2.1.1. <i>L'histoire des valeurs de divers placements fait apparaître des régularités .....</i>	<i>15</i>
2.1.2. <i>Historiquement, le couple rendement-volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des placements en obligations et en actions.....</i>	<i>17</i>
2.1.3. <i>L'effet de levier peut rapprocher le couple rendement-volatilité du placement en logement de celui du placement en actions.....</i>	<i>21</i>
2.1.4. <i>Pouvoir diversificateur.....</i>	<i>21</i>
2.2. Des travaux portant sur des périodes plus récentes confortent ce résultat.....	24
2.3. Par rapport à ses concurrents, le placement en logement des investisseurs institutionnels présente des coûts et risques spécifiques.....	25
2.3.1. <i>Le marché des immeubles entiers ou des blocs d'appartements constitue un marché peu profond dont seule la construction neuve peut compenser l'assèchement continu engendré par la vente à la découpe aux particuliers .....</i>	<i>25</i>
2.3.2. <i>Le risque de liquidité est plus élevé que pour d'autres actifs.....</i>	<i>27</i>
2.3.3. <i>L'illiquidité fait obstacle à la reconnaissance des plus-values .....</i>	<i>28</i>
2.3.4. <i>Le risque institutionnel est indéniable mais n'est pas spécifique au secteur ou à la France.....</i>	<i>29</i>
2.3.5. <i>Les contraintes prudentielles appliquées à l'immobilier résidentiel français semblent inadaptées.....</i>	<i>29</i>
2.3.6. <i>Les caractéristiques propres à un actif dont le consommateur final est le particulier .....</i>	<i>30</i>

2.4. Prospective sur les couples rendement-risque du placement en logement et son attractivité pour les investisseurs institutionnels.....	31
2.4.1. <i>L'indice Insee des loyers devrait augmenter parallèlement au revenu par ménage ou à l'indice des prix à la consommation.....</i>	<i>31</i>
2.4.2. <i>Le principal déterminant de l'évolution des prix de cession sera celle des taux d'intérêt.....</i>	<i>32</i>
2.4.3. <i>Rendement du placement en logement.....</i>	<i>32</i>
2.4.4. <i>Compétition avec les autres actifs.....</i>	<i>32</i>

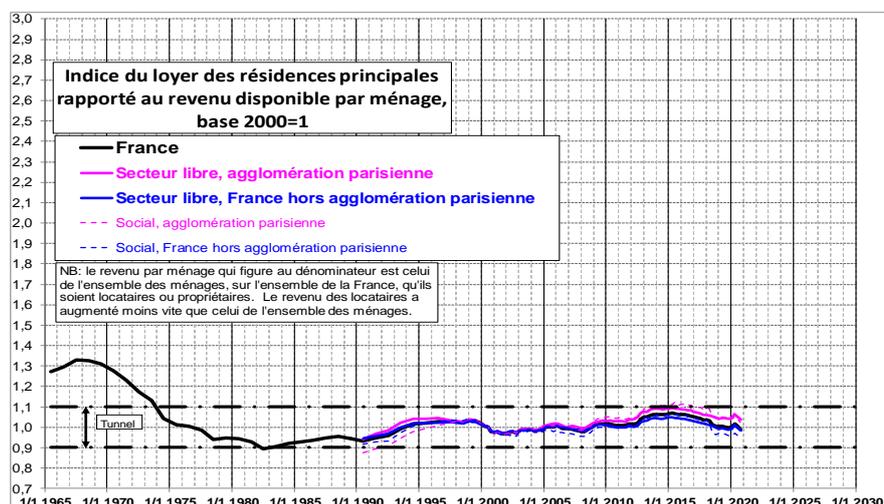
## 1. L'évolution différenciée du prix des logements et des loyers

**1.1. Depuis les années 1970, l'indice des loyers est resté stable par rapport au revenu par ménage, alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé**

**1.1.1. Depuis les années 1970, l'indice des loyers de l'Insee à structure constante a augmenté parallèlement au revenu disponible par ménage...**

L'indice Insee des loyers à structure constante<sup>1</sup> a augmenté depuis 1975 parallèlement au revenu moyen par ménage, à un rythme voisin sur le parc social et le parc privé.

**Graphique 1 : indice du loyer des résidences principales rapporté au revenu disponible par ménage, selon la base 2000 = 1**



Source : CGEDD d'après indice des loyers observés des résidences principales, Insee.

**1.1.2. ... alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé**

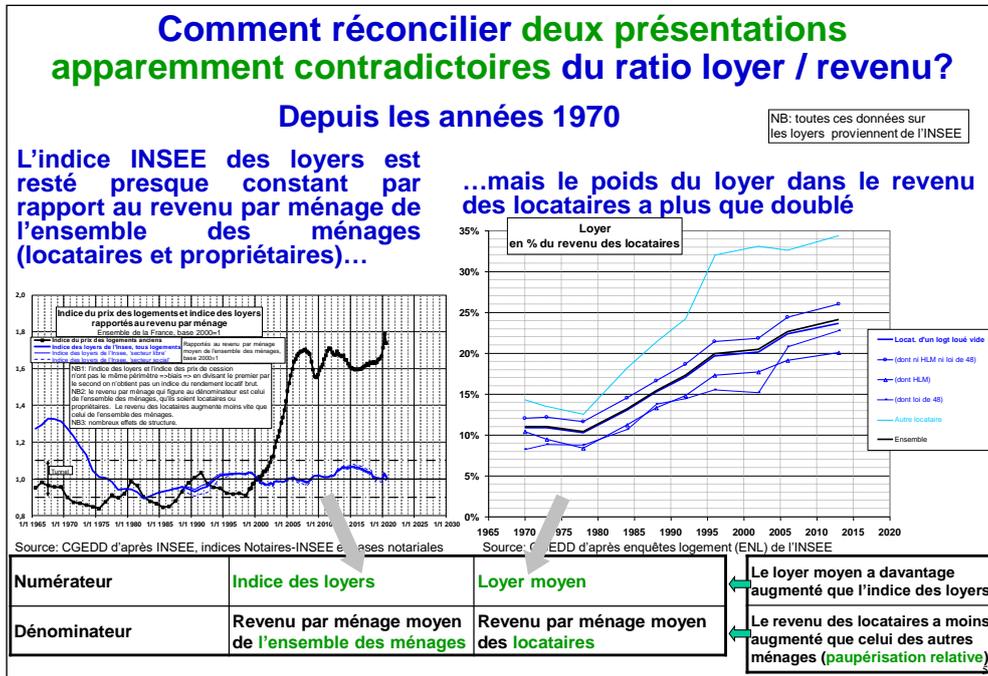
La stabilité de l'indice des loyers par rapport au revenu moyen par ménage n'est pas contradictoire avec le doublement du poids du loyer dans le revenu des locataires depuis les années 1970 (cf. schéma 1)<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> <https://www.insee.fr/fr/recherche?q=ILH&debut=0>.

<sup>2</sup> Cf. « Loyers et revenus depuis les années 1970 », <http://www.cgedd.fr/loyer-revenu-2013.pdf>, actualisé par « Les ménages et leurs logements depuis 1970, quelques résultats sur longue période extraits des enquêtes logement », [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/menage-logement-friggitt\\_cle03e36d.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/menage-logement-friggitt_cle03e36d.pdf) J. Friggitt, CGEDD,

- ◆ d'une part le loyer moyen a augmenté plus rapidement que l'indice des loyers ;
- ◆ d'autre part le revenu moyen des locataires a augmenté moins rapidement que celui de l'ensemble des ménages (les premiers se sont donc paupérisés par rapport aux seconds).

Schéma 1 : deux représentations du ratio loyer / revenu

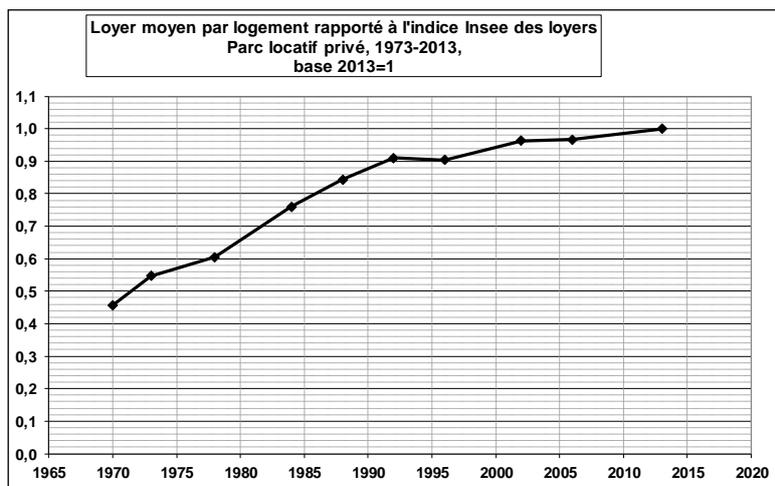


Source : CGEDD d'après Insee.

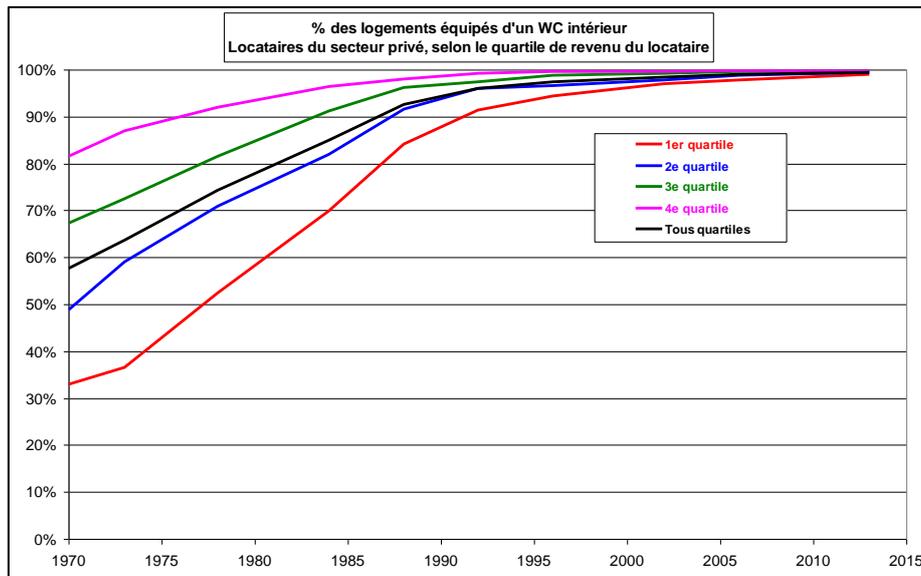
### 1.1.2.1. Le loyer moyen a augmenté plus rapidement que l'indice Insee des loyers

Le loyer moyen a augmenté plus rapidement que l'indice des loyers (cf. Graphique 2), sous l'effet de la déformation de la structure du parc, en raison principalement de l'amélioration du confort dans le parc privé (cf. Graphique 3), qui dans les années 1970 y était moindre que dans le parc social.

Graphique 2 : loyer moyen rapporté à l'indice Insee des loyers



**Graphique 3 : exemple d'amélioration du confort des logements locatifs du secteur privé**



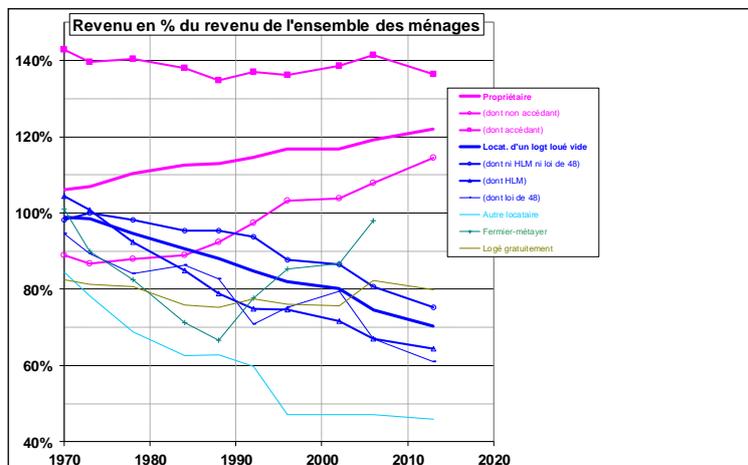
*Source : CGEDD d'après enquêtes logement. NB dans les années 1970, presque tous les logements sociaux étaient déjà équipés de WC intérieur*

**1.1.2.2. Les locataires se sont paupérisés par rapport à l'ensemble des ménages**

Le revenu moyen des locataires a augmenté moins rapidement que celui de l'ensemble des ménages. Les locataires se sont donc paupérisés par rapport à l'ensemble des ménages (cf. graphique 4).

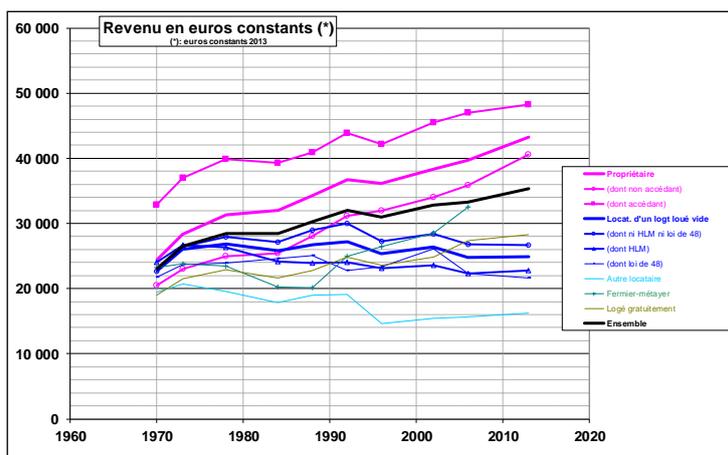
Cette paupérisation historique est une paupérisation relative, c'est-à-dire un accroissement de la pauvreté de certains ménages, par rapport à l'ensemble des ménages. En monnaie constante, le revenu par ménage (cf. graphique 5) et le revenu par unité de consommation (cf. graphique 6) des locataires ont progressé dans les années 1970 et 1980, puis se sont approximativement stabilisés, le second ayant crû un peu plus que le premier sous l'effet du desserrement des ménages (cf. Graphique 7).

**Graphique 4 : revenu par ménage en % du revenu par ménage de l'ensemble des ménages, par statut d'occupation**



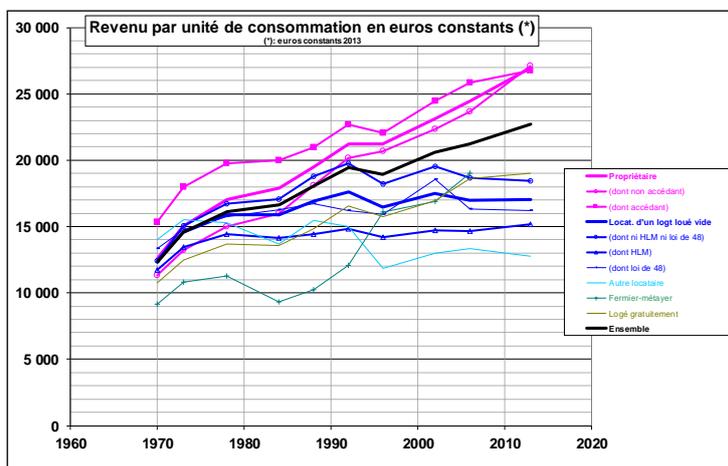
*Source : CGEDD d'après enquêtes logement*

**Graphique 5 : revenu par ménage en monnaie constante, par statut d'occupation**



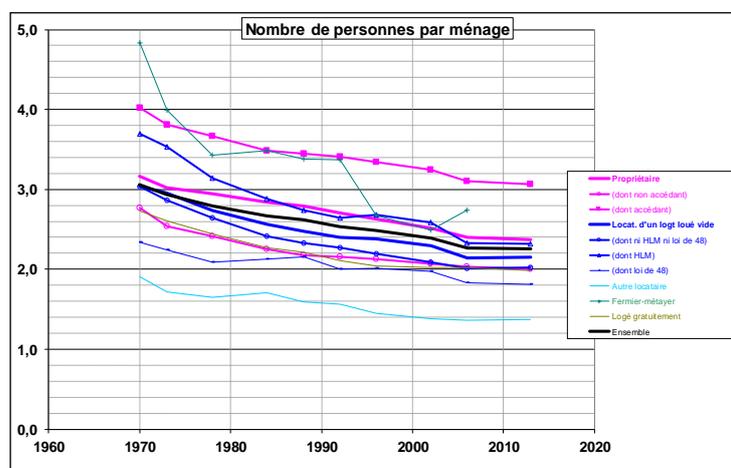
Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

**Graphique 6 : revenu par unité de consommation en monnaie constante, par statut d'occupation**



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

**Graphique 7 : le desserrement des ménages**



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

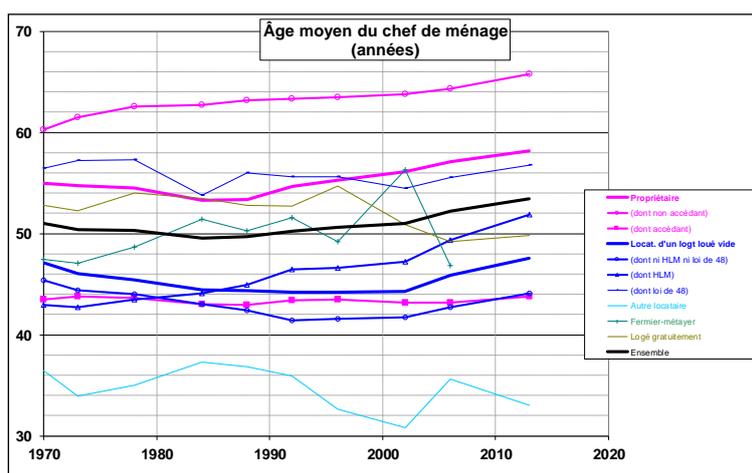
La principale cause de la paupérisation des locataires est la paupérisation des jeunes (cf. tableau 1), qui sont surreprésentés dans le parc locatif privé (cf. Graphique 8).

**Tableau 1 : La paupérisation des jeunes**

Tranche d'âge	Revenu par ménage				Revenu par unité de consommation				Nombre d'unités de consommation moyen par ménage			% du nombre de ménages		
	en % du revenu moyen de l'ensemble des ménages		Var. 1970 - 2013 en monnaie constante	Var. 70 - 2013	en % du revenu moyen de l'ensemble des ménages		Var. 1970 - 2013 en monnaie constante	Var. 70 - 2006	1970	2013	Var. 70 - 2013	1970	2013	Var. 70 - 2013
	1970	2013			1970	2013								
20 à 29 ans	102%	60%	-41%	-9%	116%	65%	-44%	3%	1,72	1,37	-20%	11%	9%	-2 pts
30 à 39 ans	120%	101%	-16%	30%	110%	92%	-16%	55%	2,14	1,74	-19%	18%	15%	-3 pts
40 à 49 ans	129%	117%	-10%	39%	109%	98%	-10%	67%	2,31	1,88	-19%	21%	18%	-2 pts
50 à 59 ans	112%	121%	8%	66%	107%	114%	6%	96%	2,01	1,64	-19%	16%	19%	3 pts
60 à 69 ans	75%	105%	41%	117%	86%	117%	36%	152%	1,59	1,38	-13%	19%	17%	-2 pts
70 à 79 ans	57%	86%	51%	132%	76%	102%	34%	148%	1,36	1,30	-4%	12%	12%	0 pts
80 à 89 ans	53%	74%	40%	115%	73%	93%	27%	135%	1,30	1,22	-6%	3%	7%	4 pts
Tous âges	100%	100%	0%	54%	100%	100%	0%	85%	1,88	1,55	-18%	100%	100%	0 pts

Source : CGEDD d'après enquêtes logement

**Graphique 8 : les locataires sont plus jeunes que la moyenne, a fortiori dans le parc privé dans la période récente**



Source : CGEDD d'après enquêtes logement

### 1.1.2.3. Ces deux phénomènes semblent avoir ralenti dans les années 2010

La surcroissance du loyer moyen par rapport à l'indice de loyer à structure constante a ralenti depuis les années 1990, sous l'effet d'une moindre progression de la qualité des logements telle que ressentie par les ménages.

Par ailleurs, en l'absence d'enquête logement depuis 2013, d'autres sources<sup>3</sup> semblent indiquer que la paupérisation des locataires s'est interrompue au milieu de la décennie 2010 mais pourrait avoir repris depuis 2017.

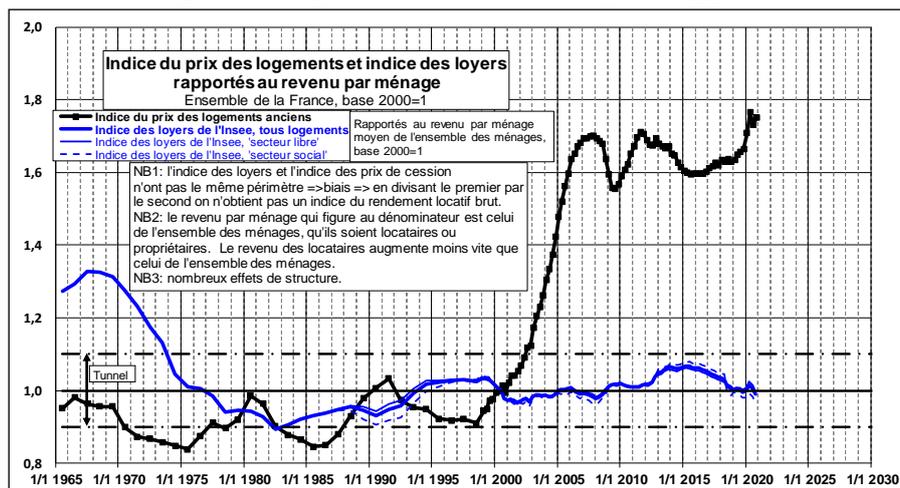
<sup>3</sup> Enquête « Statistiques sur les ressources et les conditions de vie des ménages » (SRCV) jusqu'en 2019 et base de données Filocom, de source fiscale, jusqu'en 2014 (les revenus figurant dans cette base pour 2016 présentant des fragilités).

## 1.2. Depuis 2000, le prix de cession des logements s'est envolé par rapport au revenu des ménages

De 1965 à 2000, l'indice du prix des logements a augmenté parallèlement au revenu par ménage, sous réserve de fluctuations, comme le faisait l'indice des loyers depuis les années 1970.

Depuis 2000, les deux indices ont divergé par rapport au revenu disponible par ménage. Alors que l'indice des loyers est resté stable, l'indice des prix des logements anciens s'est envolé de 2002 à 2008, puis s'est stabilisé à niveau élevé (cf. Graphique 9).

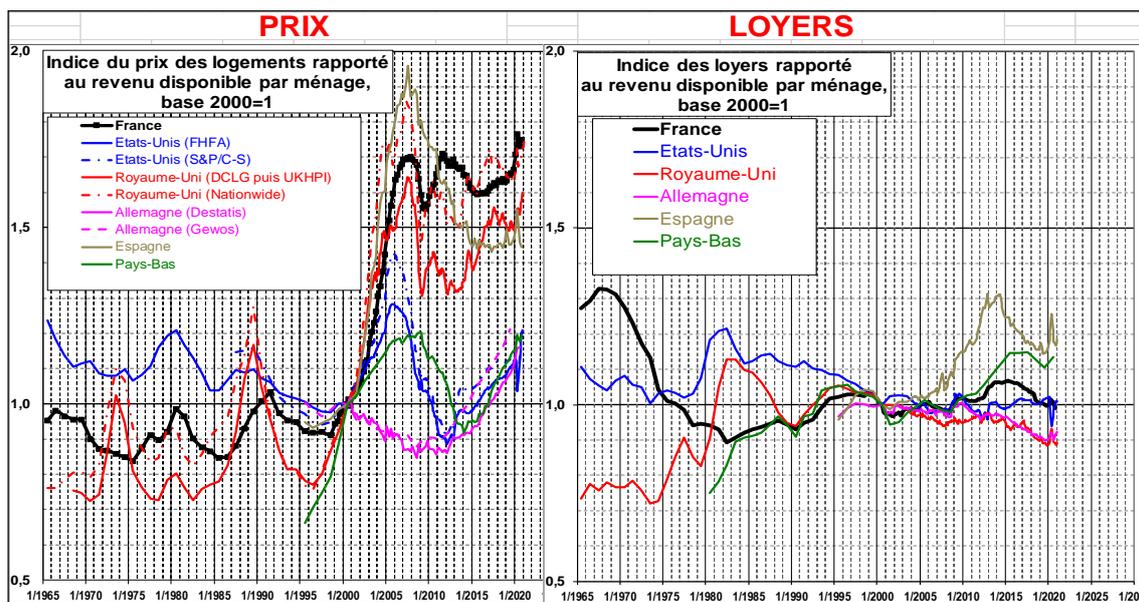
Graphique 9 : indice du prix des logements et indice des loyers rapportés au revenu par ménage



Source : CGEDD d'après Insee, bases de données notariales et indices Notaires-Insee désaisonnalisés.

Sur le plan international, alors que la stabilité des indices des loyers par rapport au revenu disponible observée en France a été la règle, l'évolution des prix a été au contraire très différenciée. La France est le seul pays où l'indice de prix, toujours rapporté au revenu par ménage, a peu baissé depuis 2007 (cf. Graphiques 10). Il est même actuellement au plus haut. Dans les autres pays, soit ce ratio s'est envolé de 2000 à 2007 mais est ensuite sensiblement retombé, soit, et ce plus rarement, ce ratio ne s'est pas envolé à partir de 2000, comme en Allemagne.

## Graphiques 10 : comparaison internationale de l'évolution des prix de vente et des loyers rapportés au revenu moyen par ménage



Source : CGEDD d'après INSEE, bases notariales, indices Notariales-INSEE désaisonnalisés, Freddie Mac, FHFA, R. Shiller, S&P/C-S, Census Bureau, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, UK Office for National Statistics, Nationwide, Destatis, Gewos, INE, Ministerio de Fomento, R. Vergés, Centraal Bureau Voor de Statistiek

L'envolée puis la stabilisation à haut niveau du prix des logements constatés en France<sup>4</sup> ne résultent pas du rythme de la construction :

- ◆ l'élasticité du prix des logements par rapport à leur nombre étant de l'ordre de -1 à -2<sup>5</sup>, même la construction d'un million de logements supplémentaires, soit 1% du parc national, n'aurait diminué le prix des logements que de 3 à 6% ;
- ◆ si une inadéquation du rythme de la construction avait provoqué une hausse sensible des prix, elle aurait également eu un effet visible sur les loyers, or l'indice des loyers à structure constante de l'Insee est resté stable par rapport à la tendance qu'il suivait depuis les années 1970 (cf. 1.1.1) ;
- ◆ le taux de vacance a augmenté, et ce sur l'ensemble des zones de prix (cf. § 3.2.2 du corps du rapport) ;

mais de l'évolution de l'environnement financier :

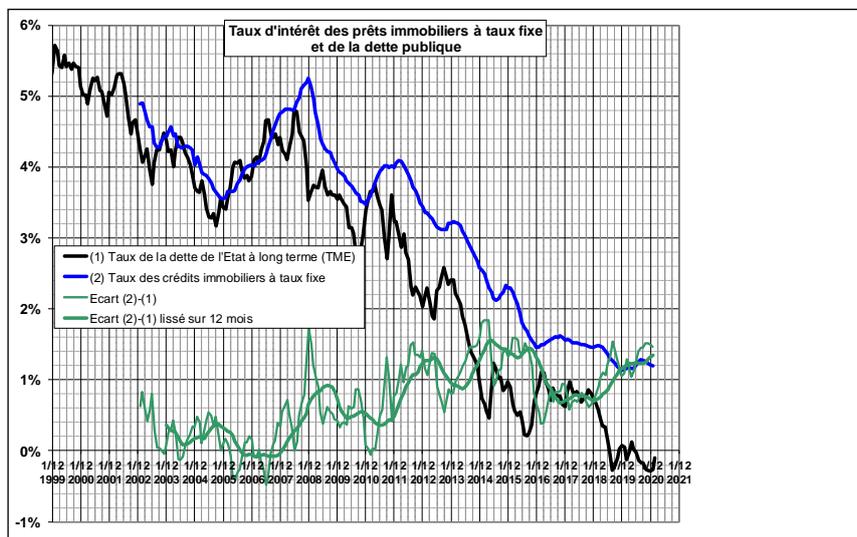
- ◆ la baisse des taux d'intérêt (cf. Graphique 11) et l'allongement de la durée des prêts (cf. Graphique 12) ont conjointement compensé l'effet de la hausse des prix sur les mensualités des accédants sur une grande partie du territoire (cf. § 1.4) ;
- ◆ l'endettement des ménages a augmenté continûment en France (cf. Graphique 13), faute de quoi les prix n'auraient pu se maintenir à niveau élevé après 2008.

<sup>4</sup> Cf. « Pourquoi le prix des logements a-t-il si peu baissé en France depuis 2008? », J. Friggitt, CGEDD, 2015, [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/baisse-prix-immobilier\\_cle7681d5.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/baisse-prix-immobilier_cle7681d5.pdf).

<sup>5</sup> Cf. « L'élasticité du prix des logements par rapport à leur nombre », J. Friggitt, CGEDD, 2021, [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/elasticite-prix-immobilier-nombre\\_cle093f5d.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/elasticite-prix-immobilier-nombre_cle093f5d.pdf).

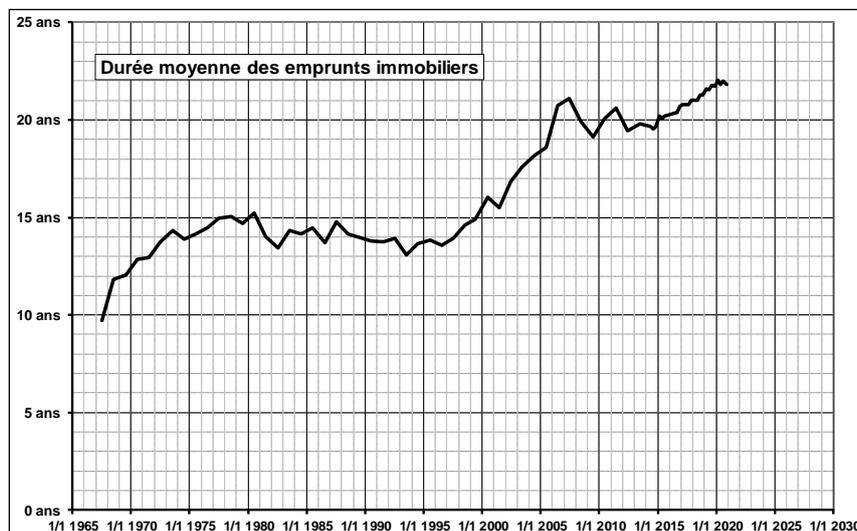
En Allemagne, les ménages étaient déjà très endettés en 2000 (cf. Graphique 13), à la suite du boom de la construction consécutif à la réunification<sup>6</sup>. Leur dette ne pouvant augmenter davantage, le prix des logements ne le pouvait non plus<sup>7</sup>. La hausse du prix des logements qui se manifeste depuis plusieurs années dans ce pays coïncide avec une reprise de l'endettement des ménages.

**Graphique 11 : la baisse des taux d'intérêt**



Source : CGEDD d'après Banque de France et Insee.

**Graphique 12 : l'allongement de la durée des prêts**

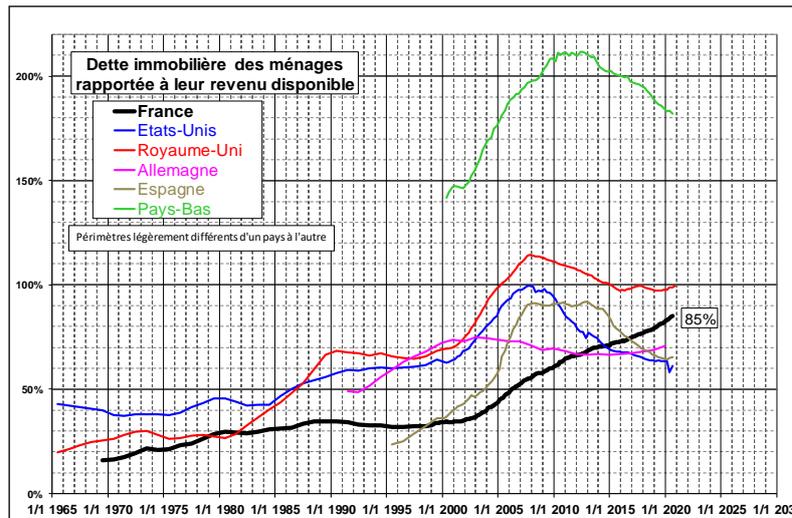


Source : CGEDD d'après Banque de France.

<sup>6</sup> Mais aussi à un niveau d'endettement qui était déjà élevé en 1992.

<sup>7</sup> La divergence des prix des logements en France et en Allemagne depuis 2000 ne résulte pas d'une évolution différente du rapport entre l'offre et la demande physique : de 2000 à 2019, la France a construit 2,6 millions de logements de plus que l'Allemagne (7,6 millions contre 5 millions), alors que le nombre de ménages augmentait de 1,5 millions de plus seulement (5,7 millions contre 4,2 millions), et que le desserrement des ménages se poursuivait au même rythme dans les deux pays. Source : instituts statistiques nationaux.

**Graphique 13 : la croissance continue de l'endettement des ménages, exception française**

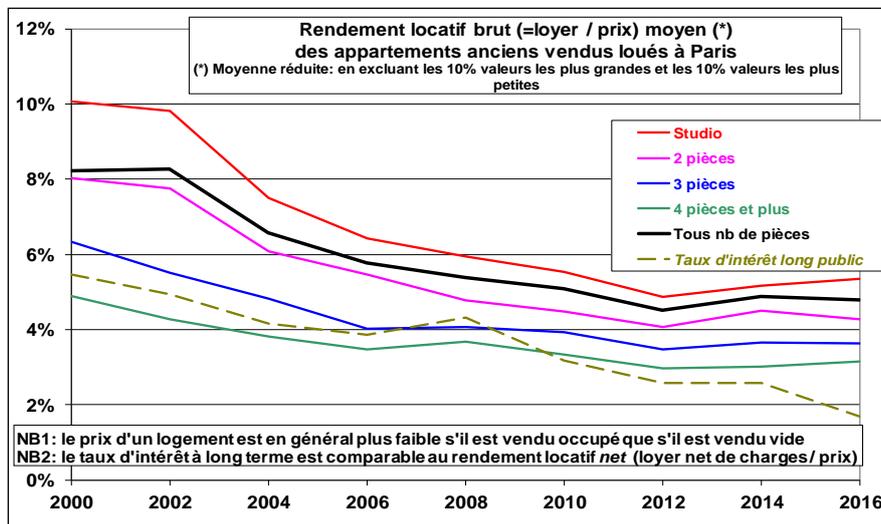


Source : CGEDD, d'après instituts statistiques et banques centrales nationales.

### 1.3. Il en résulte une baisse des rendements locatifs, concomitante avec celle des taux d'intérêt

La croissance rapide du prix des logements par rapport à celle des loyers a provoqué une baisse du rendement locatif, c'est-à-dire du loyer divisé par le prix des logements, qui a été parallèle à celle des taux d'intérêt (cf. Graphique 14).

**Graphique 14 : la diminution parallèle des rendements locatifs bruts et des taux d'intérêt à Paris depuis 2000**



Source : CGEDD d'après bases notariales, Banque de France. Logements vendus à l'unité occupés par un locataire

Cette baisse des rendements locatifs s'est amorcée dès le début des années 2000 (cf. tableau 2) puis s'est poursuivie.

**Tableau 2 : La baisse des rendements locatifs à Paris de 1997 à 2004**

Area	Attributes	1997			2004		
		$R^{rent}$	$R^{cap}$	$R^{tot}$	$R^{rent}$	$R^{cap}$	$R^{tot}$
Paris	Studios	5.95	3.00	9.37	3.15	8.85	12.86
	3+ bedrooms	4.47	6.32	11.01	2.18	7.77	11.05
	Hausmann	5.38	4.84	10.51	2.58	8.19	11.77
	Postwar	4.90	5.01	10.23	2.45	8.15	11.61
	Total	5.14	4.95	10.34	2.49	8.17	11.68
IS	Studios	6.02	-3.60	3.72	4.26	12.26	16.88
	3+ bedrooms	5.11	0.41	5.60	3.59	9.76	13.96
	Hausmann	5.92	0.22	6.52	3.67	11.48	15.78
	Postwar	5.28	-1.84	4.47	3.72	10.40	14.74
	Total	5.36	-1.72	4.69	3.71	10.72	14.99

Note: "Hausmann" apartments are those built before 1914, "recent" apartments are those built after 1949

*Source* : tableau VII page 117 de (Grégoir, Hutin & al. 2012)<sup>8</sup>.  $R^{rent}$  = rendement locatif,  $R^{cap}$  = rendement en capital,  $R^{tot}$  = rendement total. IS = petite couronne. Les rendements sont annuels.

Les rendements locatifs très faibles actuels ne sont pas représentatifs des régularités historiques (cf. § 2).

En Allemagne, après 2000, en l'absence d'envolée des prix de cession (cf. § 1.2), les rendements locatifs n'ont pas diminué, alors que les taux d'intérêt baissaient comme en France. Cela a pu contribuer au maintien d'un parc résidentiel détenu par des investisseurs institutionnels dans ce pays.

#### 1.4. L'évolution des prix de cession a été plus différenciée géographiquement que celle des loyers

L'indice des loyers du secteur libre publié par l'Insee ne distingue que l'agglomération parisienne et le reste de la France.

Sur cette segmentation, il est peu différencié (cf. Graphiques 15). En particulier, il a certes augmenté plus rapidement dans l'agglomération parisienne que dans le reste de la France, mais de seulement 6% sur les 30 dernières années, 6% également sur les 20 dernières années et 2% sur les 10 dernières années<sup>9</sup>. On ne saurait donc parler d'« explosion des loyers » dans l'agglomération parisienne par rapport au reste de la France<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Stéphane Grégoir, Mathieu Hutin, Tristan-Pierre Maury, Geneviève Prandi. « Measuring Local Individual Housing Returns from a Large Transaction Database », *Annals of Economics and Statistics*, nr 107/108; July/December 2012.

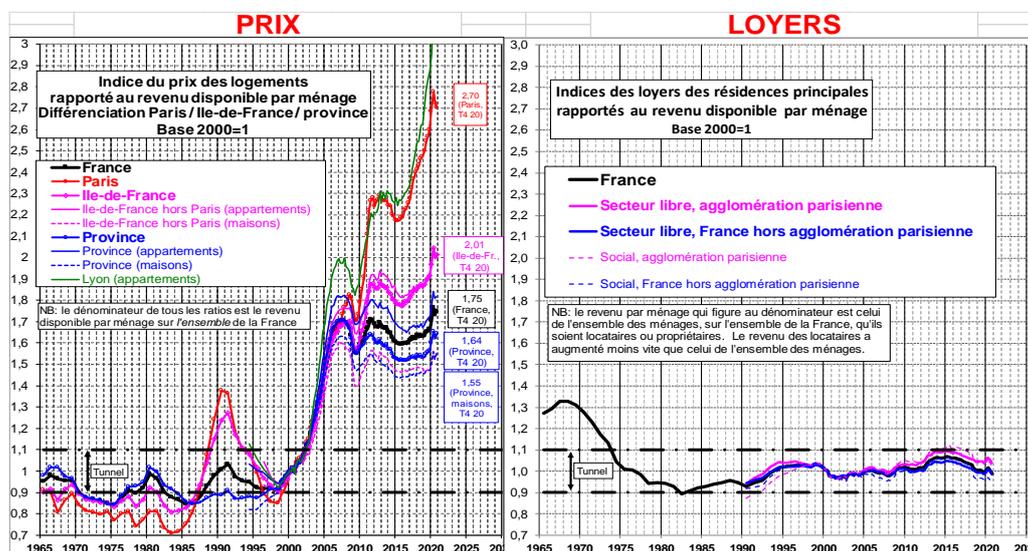
<sup>9</sup> Evolutions en glissement à partir des indices en valeur octobre 1990, octobre 2000 octobre 2010 et octobre 2020, secteur libre y compris loi de 1948 (source : <https://insee.fr/fr/recherche?q=ILH&debut=0> ).

<sup>10</sup> La mesure de la croissance des loyers de marché est notoirement insuffisante et donne lieu à publication d'agrégats divergents, sans que les causes des divergences soient clairement identifiées et publiées. Cf. annexe 1 de « L'organisation du service statistique dans le domaine du logement », Inspection générale de l'Insee et CGEDD, 2014, <https://cgedd.documentation.developpement-durable.gouv.fr/notice?id=Affaires-0008026>.

Au contraire, l'évolution des prix de cession a été très différenciée : l'indice Notaires-Insee des prix de cession a augmenté plus rapidement en Ile-de-France qu'en province de 22% sur les 20 dernières années et de 14% sur les 10 dernières années<sup>11</sup>.

L'évolution des prix de cession a donc été beaucoup plus différenciée géographiquement que celle des loyers (cf. Graphiques 15).

### Graphiques 15 : différenciation géographique des évolutions des prix de cession et des loyers



Source : CGEDD d'après indices Notaires-Insee, bases notariales, Insee

La différenciation de la croissance du prix des logements d'un département à l'autre de 2000 à 2015 a coïncidé principalement avec celle de trois variables<sup>12</sup> :

- ◆ la croissance du nombre de logements hors résidences secondaires, nette de la croissance démographique (sous la réserve que concomitance n'est pas causalité, il s'agirait donc d'un effet « offre-demande » physique), l'élasticité du prix par rapport à l'offre n'étant cependant que de -1 à -2<sup>13</sup> ;
- ◆ la croissance du taux de chômage ;
- ◆ le niveau de la proportion de propriétaires occupants (plus elle est élevée, moins les prix ont augmenté).

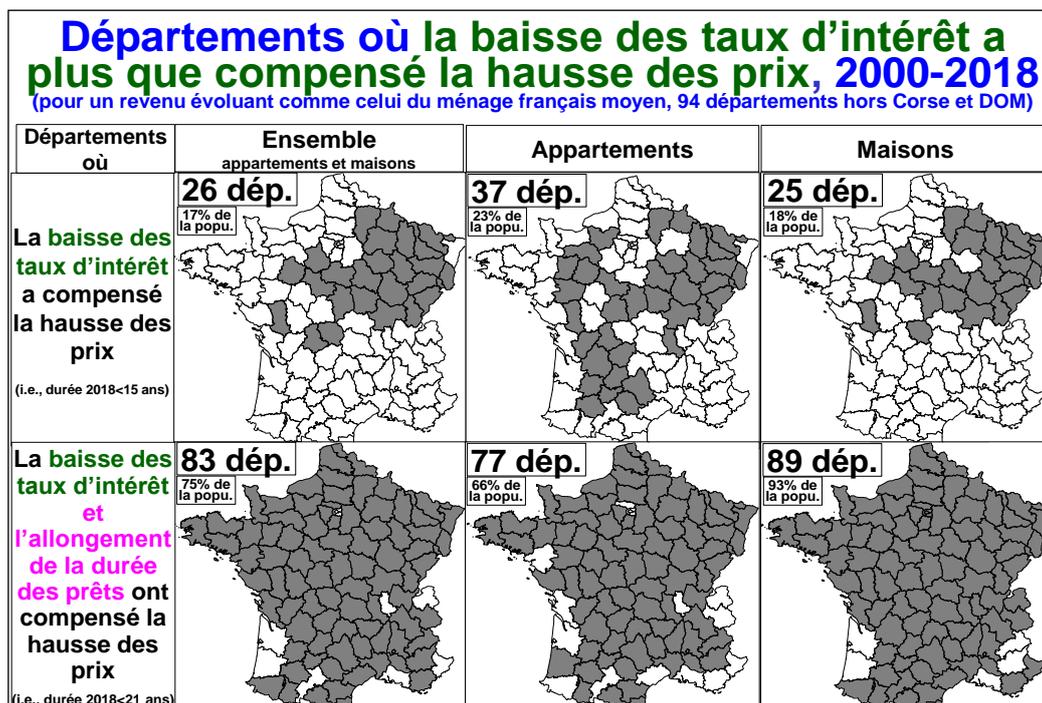
L'effet de la hausse du prix des logements sur les mensualités des emprunts immobiliers n'est compensé par la baisse des taux d'intérêt que dans quelques départements, mais l'est dans la plupart d'entre eux si l'on tient compte également de l'allongement de la durée des prêts (cf. cartes 1).

<sup>11</sup> Evolutions en glissement à partir des indices Notaires-Insee du prix des logements anciens des quatrièmes trimestres 2000, 2010 et 2020. Ces indices ne remontent pas avant 1996 en Ile-de-France et 1994 en province. (Source : <https://www.insee.fr/fr/statistiques?debut=0&theme=30&conjoncture=56>). Le différentiel de croissance entre l'agglomération parisienne et le reste de la France a vraisemblablement été encore plus prononcé.

<sup>12</sup> Cf. « Différenciation du niveau et de la variation du prix des logements selon le département de 1994 à 2018 », CGEDD, 2019, [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/012886-01\\_rapport\\_cle5cbffc.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/012886-01_rapport_cle5cbffc.pdf).

<sup>13</sup> Cf. note 5.

**Cartes 1 : départements où la baisse des taux d'intérêt, avant et après effet de l'allongement de la durée des prêts, a plus que compensé la hausse du prix des logements rapporté au revenu par ménage (départements représentés en noir sur les cartes)**



Source : CGEDD d'après Insee, bases de données notariales, indices Notaires-Insee, Perval, Banque de France

### 1.5. Le prix des logements existants détermine le prix du foncier constructible dans leur voisinage

La formation du prix de transaction des terrains à bâtir suit un processus dénommé le « *compte à rebours* ». Lorsqu'un terrain est à vendre, le promoteur examine le voisinage et conçoit les logements qu'il va construire. Il calcule leur nombre en tenant compte des règles d'urbanisme comme suit :

- ◆ il calcule leur prix de vente unitaire par comparaison avec le prix des logements du voisinage, avec un écart de prix résultant de l'écart de taille et de qualité du logement neuf par rapport aux logements existants voisins ;
- ◆ en multipliant leur nombre par leur prix unitaire, il calcule leur prix de vente total ;
- ◆ en soustrayant de ce prix de vente total tous ses coûts (études, construction, frais financiers, rémunération des capitaux propres), il obtient le prix maximal qu'il est prêt à payer pour le terrain ; c'est le « *compte à rebours* » ;
- ◆ il déduit de ce prix sa marge de négociation et propose le solde au vendeur potentiel ;
- ◆ si ce dernier accepte de vendre à un prix inférieur ou égal au prix maximal que le promoteur est prêt à payer, la vente du terrain est réalisée, et un prix de marché du foncier en découle ;
- ◆ s'il ne l'accepte pas, la vente n'est pas réalisée et il n'y a donc pas de prix de marché.

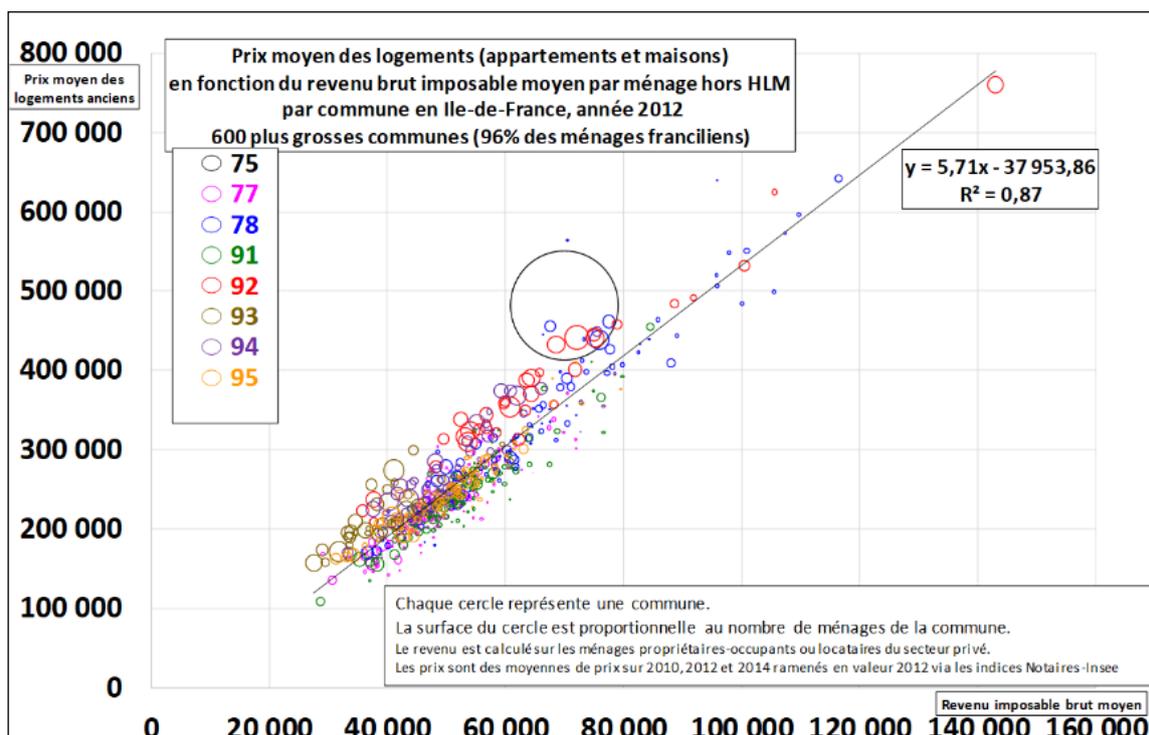
En d'autres termes, c'est le prix des logements du voisinage qui, compte tenu des règles d'urbanisme applicables, détermine le prix des terrains.

Lorsqu'un opérateur se plaint du prix "élevé" du foncier, il déplore le prix des logements du voisinage, qui par ailleurs est celui qui lui permet de vendre à un prix élevé les logements neufs qu'il produit. Si le prix de transaction du foncier dans le voisinage est ce qu'il est, c'est parce qu'un autre opérateur a accepté de le payer pour construire.

Or le prix des logements dans un voisinage est très lié ;

- ◆ au revenu des ménages du voisinage (cf. Graphique 16), de même que le niveau des loyers (cf. Graphique 17) ;
- ◆ à quelques autres variables<sup>14</sup> ;
- ◆ et à l'environnement financier (cf. § 1.2).

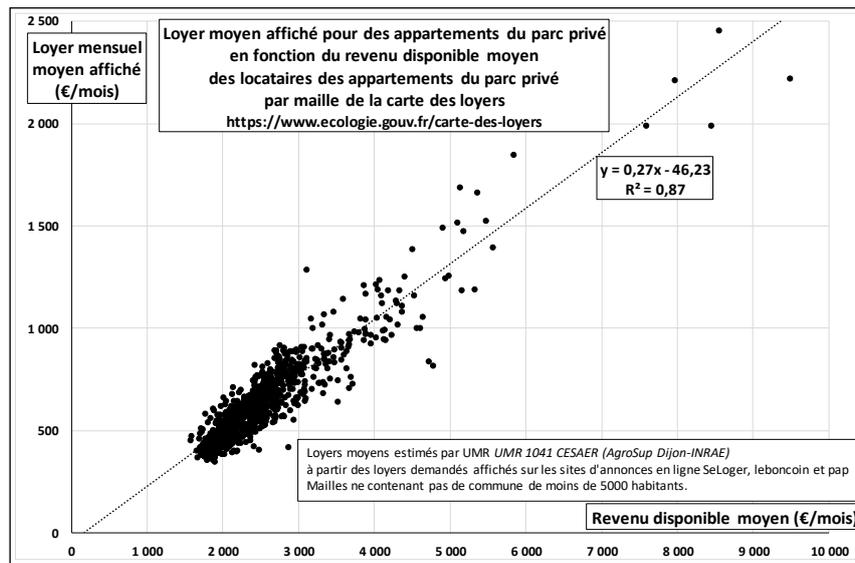
**Graphique 16 : prix moyen des logements en fonction du revenu moyen par commune en Ile - de - France**



Source : CGEDD d'après bases notariales et Filocom.

<sup>14</sup> Cf. note 12.

**Graphique 17 : loyer moyen affiché en fonction du revenu moyen des locataires, appartements du parc privé, par maille de la carte des loyers**



Source : CGEDD d'après Fideli et <https://www.ecologie.gouv.fr/carte-des-loyers>, Revenus 2018. Loyers moyens sur une période approximativement centrée sur 2018.

La collectivité dispose de peu de moyens pour influencer le prix de marché des logements dans un voisinage, particulièrement sur le court terme :

- ◆ elle peut l'augmenter ou le diminuer en créant des aménités ou des nuisances, ce qui attirera ou dissuadera les ménages selon leur revenu et donc modifiera la composition sociale du voisinage ;
- ◆ elle peut chercher à l'influencer via le rapport offre / demande, en autorisant la construction de logements plus ou moins nombreux, mais l'élasticité du prix de marché des logements par rapport à l'offre de logements, à demande donnée, est assez faible, de l'ordre de -1 à -2<sup>15</sup>. A coûts de construction donnés, le prix des terrains diminuerait d'autant en euros, donc de peu en pourcentage (le prix du terrain représente en moyenne le tiers du prix des logements mais beaucoup plus en zones chères). Par ailleurs le prix de vente des logements neufs, déterminé par celui des logements anciens du voisinage, diminuerait d'autant.

Le prix des logements du voisinage déterminant le prix du foncier par logement, la collectivité a également peu de moyens d'influencer ce dernier. Elle peut augmenter le prix d'un terrain en autorisant la construction de davantage de logements mais cela ne changera pas le prix du terrain par logement, sauf éventuellement par économies d'échelle sur les coûts du promoteur. Cela modifiera le nombre de logements construits, mais non leur prix de vente de marché, qui reste déterminé par référence à celui des logements du voisinage.

La collectivité, par négociation, peut forcer le promoteur à diminuer son prix de vente en échange de l'autorisation de construire davantage de logements, mais on sort alors d'une logique de marché. Le destinataire final de la baisse du prix bénéficie d'un avantage, qu'il peut ou non conserver lorsqu'il revendra le logement. De même, la collectivité peut vendre à prix inférieur au prix de marché les terrains qu'elle contrôle, mais ce n'est plus un prix de marché et cela a un coût d'opportunité pour les finances publiques.

<sup>15</sup> Cf. note 5.

En vertu du « *compte à rebours* », une hausse des coûts de construction réduit le prix du terrain acceptable par le promoteur toutes choses égales par ailleurs. Ainsi, lorsque des normes plus exigeantes augmentent les coûts de construction<sup>16</sup> sans augmenter d'autant la qualité du logement telle que perçue par les ménages (le prix auquel ils sont prêts à acheter les logements), le prix du terrain acceptable par le promoteur diminue. Or en immobilier les prix de transaction s'ajustent à la baisse plus lentement qu'à la hausse. Pendant un certain temps, une partie des vendeurs de foncier ne réduiront pas le prix qu'ils sont prêts à accepter, et préféreront attendre<sup>17</sup>. Il en résultera une diminution des ventes de terrains constructibles donc des mises en chantier de logements (plus ou moins forte et prolongée selon l'effet des nouvelles normes sur le prix de revient du promoteur et les anticipations des vendeurs de foncier) puis les vendeurs de terrains réduiront tous le prix demandé et les volumes reprendront leur niveau initial.

## **2. Compétitivité du couple rendement - risque du placement en logement**

### **2.1. Sur le long terme le couple rendement - volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des obligations et des actions, et assorti d'un certain pouvoir diversificateur**

#### **2.1.1. L'histoire des valeurs de divers placements fait apparaître des régularités**

On dispose de séries longues de la valeur de divers placements sur environ deux siècles.

Le Graphique 18 représente la valeur de divers placements sur deux siècles, revenu annuel (coupon, dividende ou loyer net) réinvesti le cas échéant, en monnaie constante et en base 2000=1. Tous les actifs comparés sont français, à l'exception des actions américaines, dont le prix a été converti en monnaie française.

Les « rendements » mentionnés ci-après sont des rendements totaux, revenus annuel réinvestis. Ce sont la somme des rendements en capital et des revenus annuels réinvestis.

*Nota 1. Dans le cas du placement en logement, il faut déduire du rendement locatif « brut » (loyer divisé par le prix) les charges supportées par le propriétaire pour obtenir le « rendement locatif net » puis, par ajout du rendement en capital, le rendement total. Ces charges incluent les charges courantes non récupérées auprès du locataire, impôts fonciers compris, mais aussi les travaux de grosses réparations (qui permettent de maintenir le bien à un niveau de qualité constant), la vacance locative (loyers non perçus entre le départ d'un locataire et l'arrivée de son successeur), l'amortissement des frais de mutation sur la durée de détention du bien. Les séries utilisées ici<sup>18</sup> supposent un amortissement sur 20 ans des frais de mutation. Pour le reste, les charges supportées par le propriétaire sont supposées égales à un tiers du loyer<sup>19</sup> avant 1914 et environ 40% sur la période récente. Lors de ses auditions, la mission a recueilli des estimations très divergentes du poids de ces charges dans le loyer<sup>20</sup>.*

---

<sup>16</sup> Sous réserve, après un certain temps, de gains de productivité par effet d'expérience.

<sup>17</sup> On estime qu'environ la moitié des vendeurs de logements anciens sont pressés de vendre ; pour les vendeurs de terrain, la proportion est inférieure.

<sup>18</sup> Séries longues téléchargeables au § 2.2. de <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-a-long-terme-a1048.html>.

<sup>19</sup> D'après « L'art de placer et gérer sa fortune », P. Leroy-Beaulieu, 1906 : « Le revenu brut moyen à Paris serait de 6,36% (de 5,13% dans le XVIe arrdt à 7,76% dans le XXe arrdt) », dont il faut déduire 33% de charges.

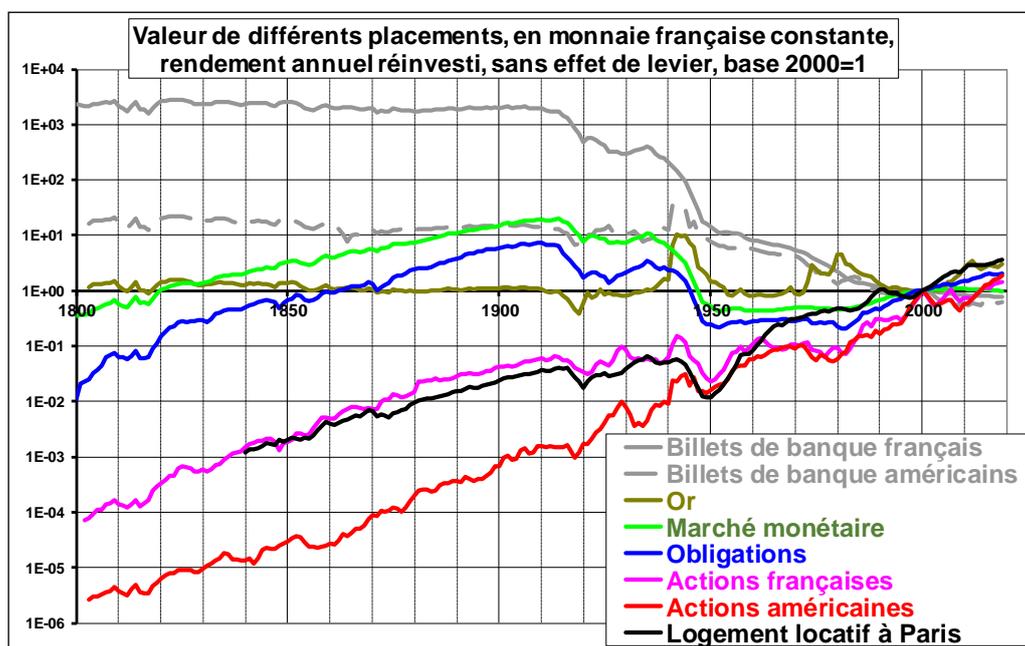
<sup>20</sup> Ces divergences peuvent provenir de différences de périmètre (notamment selon que les frais de grosses réparations sont inclus ou non), de la comptabilisation dans le rendement en capital de la dévalorisation progressive

Lorsque le bien acheté est neuf, il n'y a pas, les premières années, de grosses réparations, mais la qualité se dégrade petit à petit, ce qui dévalorise le bien d'un montant voisin de celui des frais de grosses réparations pris en compte dans les charges.

Nota 2. Le placement en logement est considéré ici hors effet de levier (cf. § 2.1.3).

Nota 3. Cette partie ne prend en compte que le placement en logement à Paris, seul placement résidentiel pour lequel on dispose de séries longues. Les placements hors Paris semblent présenter sur le long terme des rendements locatifs plus élevés<sup>21</sup>, contrepartie d'un risque perçu plus élevé et d'un rendement en capital qui a été plus élevé depuis 2000 (mais pas nécessairement sur une période plus longue).

**Graphique 18 : valeur de différents placements, monnaie française constante, base 2000=1, 1800-2020**



*Source*: CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Ixis, Banque de France, ECB, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE, Schwert, Shiller, S&P, World Gold Council, Officer. Valeurs et méthode de construction des séries téléchargeables sur [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015\\_cle2a7a51.xls](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015_cle2a7a51.xls)

La dévalorisation en monnaie constante des placements en billets de banque reflète l'inflation des prix à la consommation, couplée dans le cas du placement en dollars avec la dévalorisation de la monnaie française par rapport à la monnaie américaine d'un facteur environ 100 sur la période considérée.

L'or a conservé son pouvoir d'achat pendant les deux derniers siècles, hormis quelques périodes exceptionnelles à l'issue desquelles il est revenu vers la parité de pouvoir d'achat.

des biens neufs par rapport aux biens anciens, du niveau des loyers (les charges sont plus faibles, en proportion des loyers, dans les localisations où ces derniers sont élevés) mais aussi du montant semble-t-il très variable des frais de gestion locative.

<sup>21</sup> Source : CGEDD d'après bases notariales.

Les placements à revenu fixe, dont la valeur est sensible à l'inflation non anticipée, ont présenté des rendements significatifs et une volatilité faible avant 1914, mais ont ensuite perdu la plus grande partie de leur valeur en monnaie constante jusqu'en 1950. De 1950 à 1980, ils ont à peine maintenu leur valeur en monnaie constante. Ce n'est que depuis les années 1980 que ces placements ont procuré un rendement net d'inflation nettement et régulièrement positif.

Le placement en actions américaines, même considéré en monnaie française, a procuré sur les deux derniers siècles un rendement net d'inflation nettement positif (6,6%<sup>22</sup>), et ce de manière très régulière hormis ses fluctuations autour d'une tendance longue dont il ne s'est presque jamais écarté de plus qu'un facteur 2.

Le placement en actions françaises a procuré le même rendement, hormis pendant les deux guerres mondiales et leur après-guerre, de 1914 à 1965, période pendant laquelle sa valeur a été divisée par un facteur de l'ordre de 100 par rapport à celle d'un investissement en actions américaines. Ce facteur 100 est voisin de la dévalorisation de la monnaie française par rapport à la monnaie américaine.

Le placement en logement à Paris a été profondément dévalorisé par la conjonction des contrôles des loyers et d'une forte inflation pendant la Première et la Deuxième Guerres Mondiales. Néanmoins, malgré cela, il a procuré de 1914 à 1965 un rendement supérieur à l'inflation, plus élevé que celui du placement obligataire et du placement en or mais voisin de celui du placement en actions. Durant cette période très particulière et sans doute non extrapolable, le placement en logement, malgré les vicissitudes qu'il a subies, aurait donc fait la preuve de la « *valeur refuge* » à long terme qui lui est souvent attribuée comparativement aux placements financiers.

De 1965 à 1985, le placement en logement à Paris a procuré un rendement net d'inflation régulier. Sa valeur a ensuite augmenté fortement à la fin des années 1980, est retombée pendant les années 1990 puis s'est envolée de 2000 à 2008, sous l'effet de variations analogues du prix des logements.

### **2.1.2. Historiquement, le couple rendement-volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des placements en obligations et en actions**

Le rendement étant en principe la contrepartie du risque, tous deux doivent être considérés conjointement. Néanmoins, le risque est une notion à multiples facettes. Nous nous limitons ici à la volatilité des rendements, mesurée par leur écart type. Les autres composantes du risque sont examinées plus loin au § 2.3.

Idéalement, il faudrait utiliser la volatilité des rendements mesurée sur un intervalle de temps égal à l'horizon de temps de l'investisseur. Par exemple, pour un horizon de temps de 10 ans (ce qui n'est pas long pour un investissement immobilier), il faudrait mesurer la volatilité des rendements à 10 ans. Pour obtenir des résultats statistiquement significatifs, il faut un nombre minimal d'intervalles. Pour en avoir 10 (ce que de nombreux statisticiens considéreraient comme insuffisant, préférant un effectif de 30), il faut une période de 100 ans. Or les 100 dernières années incluent la période 1914-1965, qui inclut les deux guerres mondiales et ne peut donc être incluse dans une analyse visant à anticiper le futur, du moins en France. A défaut, nous considérons des intervalles de 5 ans.

---

<sup>22</sup> Cf. «Stocks for the Long Run», Jeremy Siegel, Mc Graw Hill, 2002. La décimale fait l'objet de discussions entre experts.

### 2.1.2.1. Couples rendement-volatilité passés

En raison des deux guerres mondiales, les deux derniers siècles doivent être divisés en trois parties. La première année charnière est évidemment 1914. Pour la seconde, nous avons choisi 1965, car c'est en cette année que les placements en logement et en actions françaises ont retrouvé une régularité à long terme.

Les Graphiques 19 indiquent les couples rendement-volatilité de divers placements sur les périodes 1840-1914, 1914-1965 et 1965-2020.

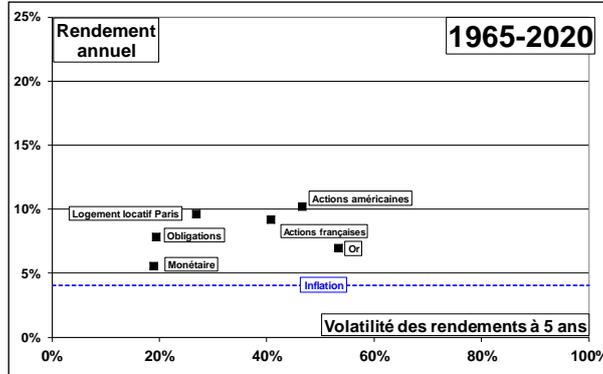
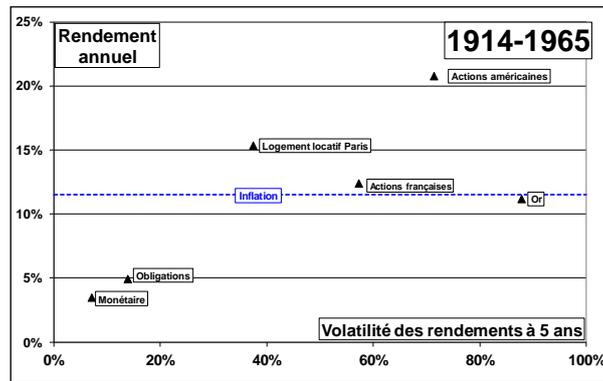
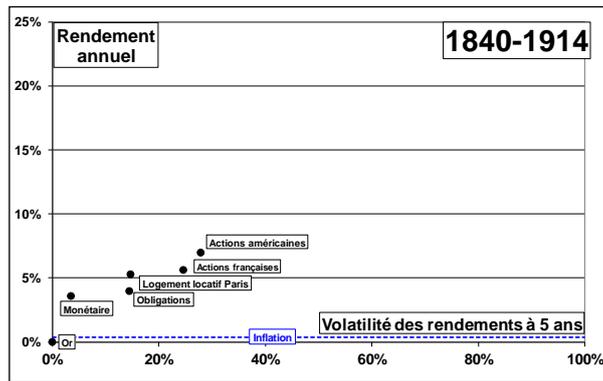
Pendant une période donnée, les hiérarchies des rendements et des volatilités sont grossièrement parallèles, ce qui suggère que les différents marchés pourraient être arbitrés, d'une manière ou d'une autre, sur le long terme. Les exceptions à cette règle peuvent être expliquées assez facilement ;

- ◆ **Pendant la période 1840-1914**, la volatilité élevée du placement en obligations et du placement en actions françaises, par rapport à celle du placement en logement, peut être expliquée par des facteurs techniques ;
  - les séries pour les obligations et les actions ont été construites à partir de séries mensuelles, chaque mois ayant le même poids ;
  - alors que la série relative au placement en logement accorde de facto à chaque mois un poids proportionnel au montant de transactions (qui s'effondrait en temps de crise), ce qui minore la volatilité ;
- ◆ **Pendant la période 1914-1965**, les exceptions à la règle seraient réduites, voire disparaîtraient, si les composantes du risque autres que la volatilité étaient prise en compte ;
  - le risque du placement en logement incluait non seulement le risque de prix mais aussi un risque de liquidité très élevé : pendant la plus grande partie de cette période, les frais de transactions étaient très élevés, la réglementation des baux rendait très difficile voire impossible l'expulsion de locataires en impayés de loyer, les logements occupés étaient vendus à un prix très inférieur à celui des logements vacants, les changements fréquents de la réglementation des baux constituaient un facteur de risque en soi ;
  - *a contrario*, le risque d'un placement en or apparaîtrait moins élevé que ce que suggère sa volatilité, qui résulte pour l'essentiel de la période de l'Occupation, si l'on prenait en compte la valeur refuge, élevée et même parfois salvatrice en une période si troublée, de cet actif liquide, dissimulable, divisible et universellement accepté en paiement ;
- ◆ **Pendant la période 1965-2020**, le faible rendement du placement en actions, par comparaison avec le placement en logement, résulte principalement des deux extrémités de la période : par rapport à leur tendance longue respective ;
  - en 1965 le prix des actions était élevé alors que celui des logements était normal ;
  - au contraire, en 2020, le prix des logements était élevé alors que celui des actions était peu différent.

Pendant cette période, l'or constitue une exception, puisque sa très forte volatilité n'est pas compensée par un rendement élevé. Cela ne peut pas être expliqué, en France, par des troubles conférant à sa valeur refuge une importance particulière. Il est vrai que son marché est international.

NB : le placement en logement est considéré hors effet de levier (cf. § 2.1.3 ).

## Graphiques 19 : rendement et volatilité de différents placements, 1840-2020



Source : CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Ixis, Banque de France, ECB, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE, Schwert, Shiller, S&P, World Gold Council, Officer. Valeurs et méthode de construction des séries téléchargeables sur [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015\\_cle2a7a51.xls](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015_cle2a7a51.xls).

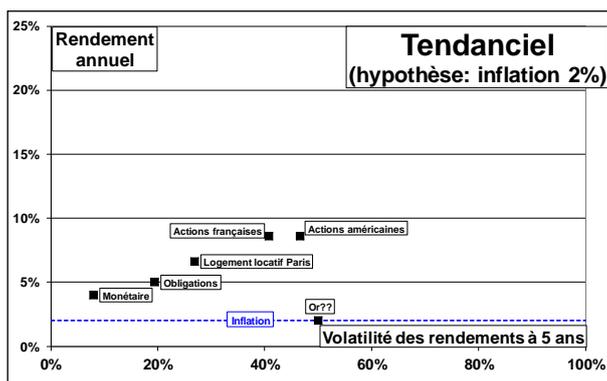
### 2.1.2.2. Couples rendement-volatilité tendanciels

Pour expurger les anomalies temporaires mentionnées ci-dessus, des rendements et des volatilités « tendanciels » (cf. Graphique 20) peuvent être calculés de la manière suivante :

- ◆ Inflation : +2% par an (on suppose donc que la Banque Centrale Européenne remplira, sur le long terme, son objectif d'une inflation légèrement inférieure à 2%, arrondi à 2%) ;
- ◆ rendement annuel des placements :
  - or : inflation + 0% ;

- placement à revenu fixe (le 19<sup>ème</sup> siècle est utilisé comme référence car il présente un environnement monétaire stable semblable à celui que l'Euro devrait apporter) ;
  - à court terme (marché monétaire) : inflation + 2% par an ;
  - à long terme (obligations) : inflation + 3% par an ;
- placement en logement (sans « effet de levier ») à Paris : inflation + 4,6% par an ;
- placements en actions françaises et américaines : inflation + 6,6% par an ;
- ◆ volatilité des rendements à 5 ans ;
  - placement en or : l'estimation est problématique, puisque d'une part on n'anticipe pas de répétition de retour au statut monétaire passé de l'or et des troubles qui ont accompagné sa fin en 1971 et d'autre part on hésite à faire l'hypothèse que son couple rendement-volatilité va devenir cohérent avec celui des autres actifs ;
  - placements à revenu fixe à court et long terme: volatilités plus faibles que celles observées sur 1965-2020<sup>23</sup>, choisies pour procurer des couples rendement-volatilité cohérents avec ceux des placements en logement et en actions françaises ;
  - placement en actions françaises et en actions américaines et en logement, sans « effet de levier », à Paris : volatilités observées sur la période 1965-2008.

**Graphique 20 : rendement et volatilité, valeurs « tendanciels »**



*Source : CGEDD.*

Sur ce graphique, les actions américaines procurent le même rendement que les actions françaises, mais une volatilité plus élevée (du fait du risque de change). Elles peuvent néanmoins être attractives pour l'investisseur français en raison de leur pouvoir diversificateur.

Actuellement, en raison des taux d'intérêt très bas, les rendements des divers actifs sont très inférieurs à ces rendements « tendanciels », même nets de l'inflation qui est elle-même très inférieure à l'hypothèse de 2% retenue.

<sup>23</sup> Car il n'est pas anticipé de répétition de l'inflation élevée des années 1975-1985 et de ses effets sur les taux d'intérêt.

### 2.1.3. L'effet de levier peut rapprocher le couple rendement-volatilité du placement en logement de celui du placement en actions

D'une manière générale, le placement en logement apparaît intermédiaire, en termes de rendement et de volatilité, entre les placements en obligations et en actions. Cela résulte entre autres de ce que ces placements sont considérés hors tout « effet de levier » (cf. graphiques 19 et graphique 20).

En finançant un placement par un emprunt dont le taux d'intérêt est inférieur à l'espérance de rendement (avant emprunt) du placement, on augmente son espérance de rendement mais également sa volatilité. Cet « effet de levier », appliqué au placement en logement, le déplace vers la droite et vers le haut sur les graphiques 19 et sur le graphique 20 et le rapproche ainsi du placement en actions<sup>24</sup>.

Une caractéristique du placement en logement est qu'il est souvent financé partiellement par emprunt. Pour un particulier, cet actif est le seul qui permette de faire jouer l'« effet de levier », et il est fréquent que l'emprunt finance 90% de l'achat<sup>25</sup>. Pour un investisseur institutionnel qui détient par ailleurs un portefeuille d'obligations, le recours à l'effet de levier peut être moins intéressant.

Les achats d'actions<sup>26</sup> ne sont généralement pas financés par emprunt, mais les actions elles-mêmes bénéficient d'un effet de levier intrinsèque, puisque les entreprises se financent en partie par emprunt. Ainsi, d'une manière générale, les placements en logement et en actions recourent tous deux à l'effet de levier, mais à des niveaux de propriété différents.

### 2.1.4. Pouvoir diversificateur

Pour calculer des corrélations historiques susceptibles d'être représentatives du futur, il ne présente pas d'intérêt de remonter avant 1965, année avant laquelle le prix des logements était encore influencé par la sortie du contrôle des loyers. La période 1965-2020, soit 55 ans, contient trop peu d'intervalles de 10 années pour permettre le calcul de corrélations sur cet horizon. De ce fait, le choix a été fait de se limiter à des corrélations sur 5 ans et 8 ans, malgré leur relative brièveté.

A défaut de série de la valeur d'un placement locatif sur l'ensemble de la France, nous utilisons la série du prix des logements sur l'ensemble de la France.

La faiblesse des coefficients de corrélation R (cf. tableau 3) atteste que, sur des horizons de temps de 5 à 8 ans, le placement en logement a fourni une excellente diversification par rapport aux placements en actions et en obligations pendant les 55 dernières années.

---

<sup>24</sup> Néanmoins, pour une volatilité (écart type des rendements) donnée, les deux placements (logement avec effet de levier et actions sans effet de levier) présentent des profils de risque très différents, ne serait-ce que parce que la valeur nette d'un placement en logement avec effet de levier peut devenir négative, alors que celle d'un placement en actions sans effet de levier est toujours positive.

<sup>25</sup> Il en finance en moyenne 60% (source : comparaison des montants de prêts publiés par la Banque de France et du montant des achats estimé par le CGEDD à partir des bases notariales redressées par le produit des droits de mutation communiqué par la DGFIP); cette proportion est supérieure à 80% si l'on exclut les achats de résidences principales financés par la revente de la résidence principale précédente (source : enquêtes logement de l'Insee).

<sup>26</sup> A long terme. Les achats à court terme par des opérateurs financiers sont souvent financés par emprunt, mais cela ne concerne que marginalement les particuliers.

**Tableau 3 : corrélation des rendements à 5 ans et à 8 ans, période 1965-2020**

Coefficient de corrélation R	Placement en actions	Placement en obligations
<b>Rendements à 5 ans</b>		
Placement en logement à Paris	0,04	0,01
Prix des logements à Paris	0,02	0,00
Prix des logements en France	-0,07	-0,07
<b>Rendements à 8 ans</b>		
Placement en logement à Paris	0,12	0,11
Prix des logements à Paris	0,12	0,11
Prix des logements en France	0,00	0,02

*Source* : CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Banque de France, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE. Valeurs et méthode de construction des séries téléchargeables sur [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015\\_cle2a7a51.xls](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015_cle2a7a51.xls).

Dans le cas des actions, cette faible corrélation est conforme à l'intuition : les prix des deux placements sont faits par des acteurs différents et selon des optimisations généralement différentes, et la vente d'actions ne finance qu'une faible part des achats de logements.

Dans le cas des obligations, elle l'est moins : puisqu'environ 60% du montant des achats de logements est financé par emprunt, on s'attendrait à une forte corrélation du prix des logements avec les taux d'intérêt et donc avec le prix du placement obligataire. La faible corrélation conforte par contre le discours habituel sur le pouvoir diversificateur réciproque du placement en logement et du placement obligataire<sup>27</sup>.

Sur des échelles de temps plus longues, il convient d'être prudent.

Un pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport au placement obligataire est apparu clairement lors de la période de taux d'intérêt élevés 1975-1990 : alors que le prix des obligations s'était effondré, celui des logements a continué à croître approximativement comme le revenu par ménage (et même beaucoup plus rapidement, à la fin des années 1980, en Ile-de-France et dans quelques zones de province). Ensuite, pendant la décennie 1990, le prix des obligations a augmenté (puisque les taux d'intérêt ont diminué) alors que le prix des logements restait stable (ou diminuait là où il avait fortement augmenté à la fin des années 1980).

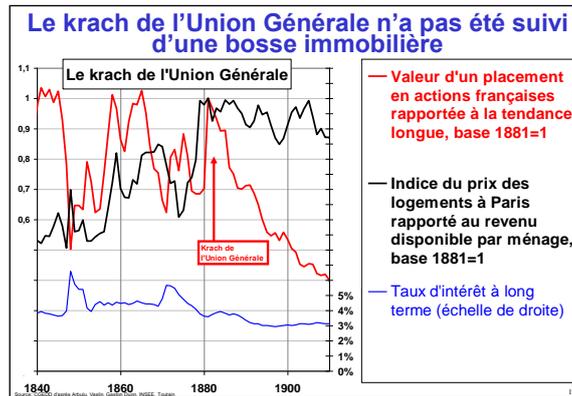
Néanmoins, la diminution à des niveaux historiquement bas des taux d'intérêt observée depuis le krach des « subprimes » a revalorisé le placement en logement comme les obligations et probablement les actions<sup>28</sup>. Cette causalité commune devrait de même les dévaloriser lorsque les taux d'intérêt remonteront et ainsi créer une corrélation, au moins temporaire, entre les rendements de ces placements.

Enfin, les krachs boursiers ont souvent été suivis d'envolées du prix des logements. Ce n'a pas été le cas du krach de l'Union Générale (cf. Graphique 21), mais a été observé après les krachs de 1929 (cf. Graphique 22), le « flash-krach » de 1987 et les krachs des « nouvelles technologies » puis des « subprimes » (cf. Graphique 23). Cela semble indiquer que le logement a bien la « valeur refuge » qui lui est souvent attribuée.

<sup>27</sup> Le discours habituel sur le prix des logements est incohérent, puisqu'il réunit deux assertions contradictoires : d'une part un fort pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport aux placements financiers (donc en particulier par rapport au placement obligataire), et d'autre part une corrélation élevée (négative) du prix des logements avec les taux d'intérêt. A court terme, l'examen des séries temporelles depuis 1965 valide la première de ces assertions et invalide la seconde.

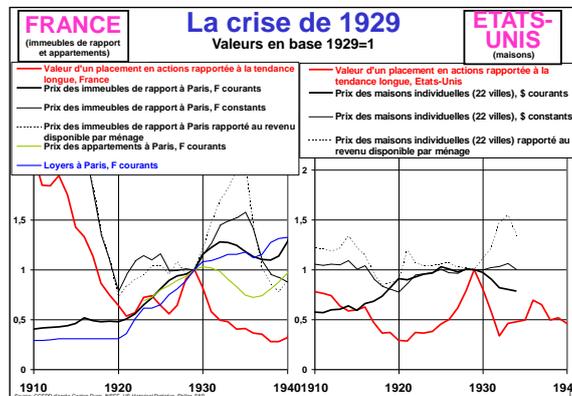
<sup>28</sup> Seul le niveau très faible des taux d'intérêt semble pouvoir expliquer les ratios cours sur bénéfices actuels des actions.

### Graphique 21 : le krach de l'Union Générale



Source : CGEDD d'après Arbulu, Vaslin, Gaston Duon Insee. La « tendance longue » de la valeur du placement en actions est une croissance de 6,6% par an en sus de l'inflation.

### Graphique 22 : le krach boursier de 1929



Source : CGEDD d'après Gaston Duon, Insee, US Historical Studies, Robert Shiller, S&P. La « tendance longue » de la valeur du placement en actions est une croissance de 6,6% par an en sus de l'inflation.

### Graphique 23 : les krachs boursiers de 1987, 2001 et 2008



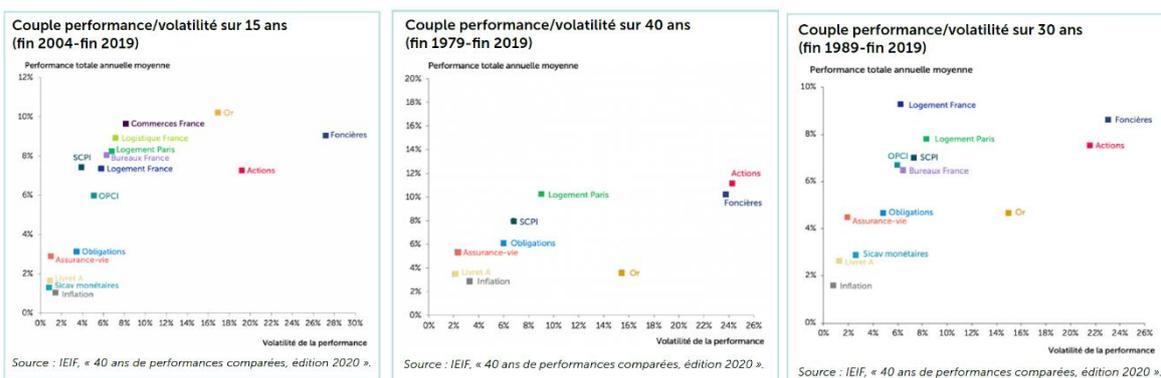
Source : CGEDD d'après SGF, Euronext, Insee, bases notariales et indices Notaires-Insee. La « tendance longue » de la valeur du placement en actions est une croissance de 6,6% par an en sus de l'inflation.

## 2.2. Des travaux portant sur des périodes plus récentes confortent ce résultat

La nécessité de disposer de séries de long terme et la présence d'évènements (tels que les deux guerres mondiales et leur immédiat après-guerre) dont on peut difficilement anticiper la répétition réduisent la bibliographie disponible pour caractériser le placement immobilier, placement à long terme par excellence.

(Marignan, 2020)<sup>29</sup> examine la performance comparée de 1979 à 2019, soit sur 40 ans, de divers placements, parmi lesquels, contrairement au § 2.1 ci-dessus, l'immobilier d'entreprise (bureaux, commerces et logistique) détenu en direct et les sociétés foncières cotées, les SCPI et les OPCI. Il conclut : « *En toute logique, en termes de couple rendement-risque, l'immobilier se positionne donc à mi-chemin entre les actions d'une part et les obligations d'autre part* ».

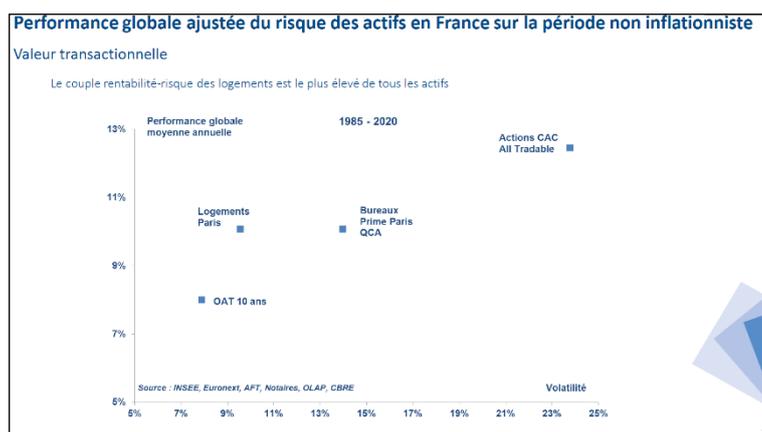
**Graphique 24 : couples performance - volatilité de divers placements sur 15, 30 et 40 ans**



Source : (Marignan, 2020).

(Schoeffler, 2020)<sup>30</sup> aboutit à une conclusion voisine.

**Graphique 25 : couple rendement - risque de divers actifs de 1985 à 2020**



Source : (Schoeffler, 2020).

**NB :** ces deux études retiennent des charges supportées par le propriétaire égales à 25% du loyer, pourcentage estimé à partir des comptes de sociétés foncières.

<sup>29</sup> « 40 ans de performances comparées 1979-2019 », édition 2020 de l'étude IEIF sur les placements de longue période, étude réalisée par Charles-Henri de Marignan et coordonnée par Stéphanie Galiègue, Institut de l'épargne immobilière et foncière, 2020.

<sup>30</sup> « LAB immobilier résidentiel, quelle allocation des investisseurs vers le résidentiel? Quelles stratégies? La classe d'actif Logement dans l'allocation stratégique », Pierre Schoeffler, IEIF, 2020.

Ces deux études font en outre état d'un pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport aux placements en actions et en obligations.

(Beaubrun-Diant & Maury, 2019)<sup>31</sup> conclut par ailleurs que, compte tenu de son profil rendement -volatilité et son pouvoir diversificateur, le placement en logement devrait être davantage représenté qu'il ne l'est dans le portefeuille des investisseurs institutionnels.

C'est donc dans d'autres caractéristiques que le couple rendement-volatilité qu'il faut rechercher le désintérêt des investisseurs institutionnels pour le placement en logement à partir des années 1990.

### **2.3. Par rapport à ses concurrents, le placement en logement des investisseurs institutionnels présente des coûts et risques spécifiques**

L'investissement des investisseurs institutionnels dans l'immobilier résidentiel est en concurrence non seulement avec leurs investissements dans d'autres actifs, dont l'immobilier d'entreprise, mais aussi avec l'investissement résidentiel des particuliers, qui apprécient différemment le rendement et le risque du placement, et donc le valorisent différemment.

#### **2.3.1. Le marché des immeubles entiers ou des blocs d'appartements constitue un marché peu profond dont seule la construction neuve peut compenser l'assèchement continu engendré par la vente à la découpe aux particuliers**

##### **2.3.1.1. La concurrence des acheteurs particuliers a fragmenté irréversiblement les immeubles entiers ou blocs d'appartements**

Parmi les différents placements des investisseurs personnes morales, le logement détenu en direct est le seul d'un montant significatif sur lequel ils soient en concurrence avec les particuliers<sup>32</sup>.

Ces derniers peuvent lui reconnaître une valeur d'usage immédiate (comme propriétaires occupants) ou potentielle, celle de la production du service logement que tout individu consomme nécessairement. Ils supportent des coûts différents :

- ◆ une fiscalité de droit commun différente (notamment l'exonération des plus-values sur les résidences principales), et des niches fiscales spécifiques ;
- ◆ dans le neuf, une capacité de négociation moindre avec les vendeurs, puisqu'ils achètent à l'unité ;
- ◆ lorsque le logement est loué, une gestion locative largement autoproduite, qui constitue alors un « coût masqué », alors que les investisseurs personnes morales la sous-traitent (elle leur est alors facturée) ou bien, s'ils l'effectuent eux-mêmes, en reconnaissent le coût comptablement.

Le logement constitue par ailleurs le seul actif par lequel des particuliers peuvent recourir à l'effet de levier pour se constituer un capital, et ils y recourent largement, alors que son intérêt est moindre pour un investisseur institutionnel qui par ailleurs détient des portefeuilles obligataires.

---

<sup>31</sup> Kevin Beaubrun-Diant, Tristant-Pierre Maury ; « Les investisseurs institutionnels doivent-ils revenir vers le logement? », avril 2019, Edhec Business School.

<sup>32</sup> La plupart des particuliers ne détiennent des montants significatifs de valeurs mobilières que par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels.

L'appréciation du rendement en capital par les particuliers est différente : la question de la reconnaissance comptable des plus-values latentes ne se pose pas pour eux et, pour un propriétaire occupant, le prix de revente importe moins que pour un investisseur, ce qui réduit le poids du risque de prix dans les critères de décision.

Enfin, les particuliers apprécient les autres risques différemment :

- ◆ ils ne sont pas soumis à la réglementation prudentielle ;
- ◆ ils n'ont pas de risque de réputation ;
- ◆ ils accordent peu d'importance au pouvoir diversificateur par rapport aux actions et à l'immobilier d'entreprise puisque la plupart d'entre eux ne détiennent pas ces actifs en ou détiennent un faible montant, le placement concurrent étant pour eux l'assurance-vie assise surtout sur les obligations ;
- ◆ détenant peu de logements, ils peuvent difficilement diversifier géographiquement leur actif immobilier<sup>33</sup> ;
- ◆ au titre de la préparation de la retraite, ils peuvent attacher une importance particulière à la régularité des revenus d'un investissement locatif, le risque en capital étant supporté surtout par leurs héritiers (sauf revente pour financer une fin de vie en EHPAD par exemple).

L'ensemble de ces différences engendre un processus de prix différent, et donc des opportunités d'arbitrage pour les investisseurs institutionnels. En général les ménages sont prêts à payer un logement plus cher qu'un investisseur personne morale, ce qui explique qu'un immeuble de logements anciens est vendu plus cher « à la découpe » (généralement à des personnes physiques) qu'entier (généralement à des personnes morales).

Il en résulte une fragmentation progressive des immeubles entiers. Ce processus est presque irréversible : acheter à l'unité tous les appartements d'un immeuble est chronophage, aboutit à un actif dont le prix est inférieur à la somme des prix d'achat, et ne présente d'intérêt pour l'investisseur que dans le cas d'immeubles dégradés qui peuvent être fortement revalorisés par des travaux lourds que les copropriétaires n'entreprenaient pas, suite à des désaccords ou à une insuffisance de moyens financiers.

L'âge d'or Haussmannien des investisseurs institutionnels a d'ailleurs eu lieu à une époque où la revente à la découpe était inconnue: l'achat d'appartements à l'unité n'était pas possible avant la première guerre mondiale, et peu fréquent avant la deuxième guerre mondiale. En 1944, seuls 3% des Parisiens étaient propriétaires de leur logement<sup>34</sup>.

La possibilité d'une revente à la découpe est intégrée au prix que l'investisseur institutionnel est prêt à payer. Si la collectivité souhaite encourager la reconstitution d'un parc détenu sur longue durée par les investisseurs institutionnels, interdire la revente à la découpe serait contre-productif : cela réduirait le prix qu'ils seraient prêts à payer et contribuerait donc à leur exclusion du marché par des particuliers qui offriraient un prix inchangé.

Cet assèchement par vente à la découpe a presque atteint son terme, puisque les investisseurs institutionnels ne détiennent plus qu'une fraction marginale du parc résidentiel. Il n'y a donc pas, non plus, de marché des immeubles résidentiels existants comme il en existe, par exemple, en immobilier de bureaux.

---

<sup>33</sup> Hormis éventuellement la diversification géographique d'un investissement locatif ou d'une résidence secondaire par rapport à la résidence principale.

<sup>34</sup> "Document sur le problème du logement", Gaston Duon, 1946, Etudes Economiques, n°1. Dès 1996, 40% des parisiens étaient propriétaires de leur logement, ce qui illustre que la vente par appartements a commencé bien avant les années 1990.

A la frontière du marché du logement, celui des résidences avec services (résidences étudiantes, résidences seniors, etc.) n'est pas soumis à la concurrence de la vente à l'unité en détention directe aux particuliers. C'est sans doute ce qui explique que les investisseurs institutionnels y sont toujours investis, conjointement avec la facilité qu'offre la relation contractuelle avec un interlocuteur unique (le gestionnaire), et non un grand nombre de locataires.

### **2.3.1.2. Le marché des immeubles ou blocs d'appartements neufs est par nature peu profond**

S'asséchant petit à petit via les ventes à la découpe, le parc détenu par les institutionnels ne peut accroître ou simplement maintenir son effectif que par des achats dans le neuf, par immeuble entier ou du moins en bloc.

Sur le marché du neuf, où l'achat en bloc est possible, contrairement au marché de l'ancien sauf exception, le prix offert par les institutionnels aux promoteurs peut être concurrentiel par rapport à celui offert à l'unité par les particuliers parce qu'un achat en bloc réduit les frais de commercialisation du vendeur et, par effet d'échelle, renforce le pouvoir de négociation de l'acheteur. Cela devrait être d'autant plus vrai à l'avenir que les aides fiscales à l'investissement locatif des particuliers sont appelées à se réduire.

Néanmoins, ce marché est par nature peu profond :

- ♦ il est constitué d'un grand nombre d'opérations, réalisées par de multiples promoteurs, réparties sur l'ensemble de la France, sans marché organisé et d'un montant unitaire de quelques millions ou au plus dizaines de millions d'euros<sup>35</sup>, ce qui est très inférieur aux montants unitaires investis par les investisseurs institutionnels sur les marchés des obligations et des actions mais aussi de l'immobilier d'entreprise, d'où des coûts d'analyse élevés en proportion des montants investis ;
- ♦ une partie des logements des opérations sont souvent des logements sociaux, ce qui réduit le nombre des logements de marché et augmente leur prix de vente (les aides dont bénéficie la construction des logements sociaux ne suffisant pas à abaisser leur loyer au plafond réglementaire, les logements de marché subventionnent de fait les logements sociaux), et in fine diminue le rendement locatif.

### **2.3.2. Le risque de liquidité est plus élevé que pour d'autres actifs**

À l'achat, la faible profondeur du marché crée un risque de liquidité : un investisseur institutionnel peut investir quelques centaines de millions d'euros instantanément en obligations et en actions, mais il lui faudra plusieurs mois pour le faire en résidentiel, et ce au risque de faire monter les prix et moyennant des frais d'analyse élevés.

À la vente, les ventes à la découpe sont encadrées ; si un logement vide trouve facilement preneur, il est plus difficile de vendre un logement occupé ; pendant la période de transition, la coexistence de l'investisseur et des nouveaux copropriétaires peut être délicate. Une vente en bloc, généralement à un autre investisseur, est également possible, mais comme on l'a mentionné le prix est alors plus faible, et le délai de plusieurs mois. Le risque institutionnel (notamment par préemption) n'est pas négligeable.

---

<sup>35</sup> Par exemple, le montant moyen des opérations de construction de logement intermédiaires (LLI) agréées depuis la création du dispositif en 2014 est de 6 millions d'euros ; 90% d'entre elles sont d'un montant inférieur à 12 millions d'euros.

Par ailleurs, en bloc comme à l'unité, la vente de logements est soumise aux droits de mutation (5,7 % dans la plupart des départements), auxquels s'ajoutent des frais divers. Ces frais sont payés par l'acheteur mais réduisent d'autant le prix qu'il peut offrir. Ils ne sont supportables que par un investissement sur le long terme. L'immobilier d'entreprise est soumis aux mêmes droits, et les ventes de sociétés à prépondérance immobilière sont soumises à des droits d'un montant voisin, mais les frais supportés par les investissements en obligations et actions sont marginaux.

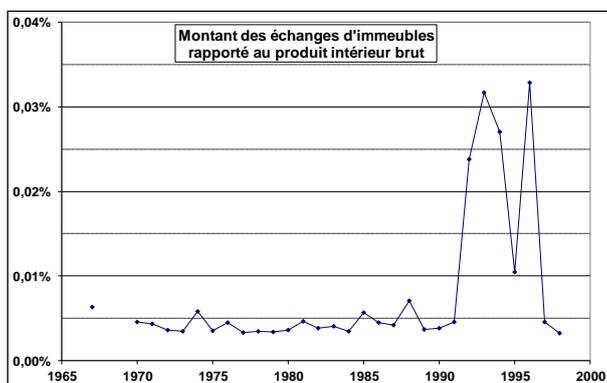
Ce risque de liquidité entraîne que l'investissement immobilier ne s'entend qu'à long terme, hormis le cas très particulier des sociétés immobilières cotées liquides, dont le profil de risque est différent, et dont la capitalisation est faible par comparaison au montant total des actifs immobiliers, a fortiori en résidentiel.

### 2.3.3. L'illiquidité fait obstacle à la reconnaissance des plus-values

D'une manière générale, les moins-values latentes sont reconnues comptablement mais les plus-values latentes ne le sont que lorsqu'elles sont réalisées. Sur des marchés très liquides il est toujours possible de les réaliser, pour un coût faible. L'illiquidité du marché immobilier constitue ici un obstacle.

Ainsi, lors de la baisse des prix des années 1990, pour dégager des plus-values immobilières contrebalançant dans leurs comptes les pertes causées par la dévalorisation de leurs immeubles achetés à la fin des années 1980 (il s'agissait surtout d'immobilier d'entreprise), les investisseurs institutionnels ont échangé entre eux des immeubles achetés longtemps auparavant (cf. Graphique 26), ce qui leur a permis de reconnaître des plus-values. Cette pratique leur a permis de contourner l'illiquidité du marché mais était coûteuse en droits de mutation et en autres frais.

**Graphique 26 : montant des échanges d'immeubles rapporté au produit intérieur brut**



Source : CGEDD d'après DGFIP. Hors immeubles vendus en société.

A contrario, un acteur auditionné a signalé que la possibilité de choisir le moment où les plus-values latentes sont reconnues permet de lisser les résultats d'un groupe diversifié.

#### **2.3.4. Le risque institutionnel est indéniable mais n'est pas spécifique au secteur ou à la France**

La réglementation des rapports entre bailleurs et locataires, et notamment celle du montant du loyer et du traitement des impayés de loyer<sup>36</sup>, crée un risque moins par son existence que par sa volatilité : une règle anticipée au moment de l'acquisition est prise en compte dans le prix d'achat.

La mémoire de la dévalorisation, en monnaie constante, du parc immobilier causée par la réglementation des loyers à partir de la première guerre mondiale en période de forte inflation reste vivace. La perception que la réglementation est biaisée au détriment des propriétaires et au bénéfice des locataires a fréquemment été évoquée par les investisseurs institutionnels rencontrés.

Néanmoins, en période de faible inflation, le montant du risque relatif à la revalorisation du loyer est également faible. Par ailleurs, en Allemagne, la réglementation est globalement plus favorable au locataire<sup>37</sup>, et pourtant elle n'empêche pas la détention par les investisseurs institutionnels d'un parc résidentiel considérable.

Ce risque institutionnel est réel par rapport à l'immobilier d'entreprise, moins sujet à la réglementation des rapports entre bailleur et locataire. Il l'est moins par rapport aux investissements dans d'autres secteurs d'activité très dépendants des commandes publiques comme la défense, ou des réglementations (par exemples environnementales) comme l'énergie ou l'automobile. Le marché obligataire est lui aussi très sensible à des décisions publiques (notamment la politique des banques centrales et la politique budgétaire). Le risque de fluctuation de la fiscalité, quant à lui, n'est pas, propre au secteur du logement.

#### **2.3.5. Les contraintes prudentielles appliquées à l'immobilier résidentiel français semblent inadaptées**

La réglementation prudentielle « Solvency II » semble inadaptée au cas de l'immobilier résidentiel français, ce qui n'incite pas les compagnies d'assurance et mutuelles à investir. Nous ne développons pas ici ce sujet mentionné au § 3.1.1. du corps du rapport.

---

<sup>36</sup> Particulièrement long en France : « A défaut de trouver une solution alternative de relogement, les procédures s'enchaînent dans un véritable engrenage qui échappe aux propriétaires. Lorsque leurs locataires ont recours à la commission de surendettement, il y a de forts risques que les plans d'apurement ou de redressement leur fassent connaître in fine des pertes de loyers, sans pour autant pouvoir disposer de leur bien pour le remettre à la location. Lorsque les procédures en recouvrement d'impayés s'achèvent vers l'expulsion locative, il faut compter de longs mois pour obtenir la libération des lieux, ce que les propriétaires attendent le plus. Suivant une procédure dite « classique », le respect des délais conjugués représente souvent plus de deux ans contre 4 à 6 mois en Grande Bretagne, moins de six mois en Suède et un an en Allemagne », page 56 du rapport du député Nicolas Démoulin « Prévenir les expulsions locatives tout en protégeant les propriétaires et anticiper les conséquences de la crise sanitaire », décembre 2020.

<sup>37</sup> S'agissant par exemple, du droit au maintien dans les lieux sauf exception, et de la possibilité d'encadrement des loyers.

## **2.3.6. Les caractéristiques propres à un actif dont le consommateur final est le particulier**

### **2.3.6.1. La résilience d'un actif qui satisfait un besoin primaire**

La valeur des logements provient de leur capacité à satisfaire un besoin primaire des individus, le logement. Il en résulte une forte résilience en période de récession, tant en termes de vacance que de niveau des loyers, alors que notamment la demande immobilière d'entreprise fluctue au gré des aléas économiques.

Ainsi, dans le cas ponctuel très particulier de la crise sanitaire, le besoin en logement n'a pas varié, alors que la demande en locaux à finalité touristique (hôtellerie-restauration, certains locaux commerciaux) s'est effondrée.

De plus, s'agissant d'un besoin primaire, le risque d'obsolescence est moindre que dans d'autres secteurs soumis à un progrès technique rapide (cas des locaux commerciaux via l'e-commerce).

De manière plus anecdotique sans doute pour des investisseurs mus principalement par la recherche du rendement, le logement se prête davantage que d'autres à l'exercice de la responsabilité ESG.

En outre, le service logement produit par un immeuble d'habitation étant consommé par de nombreux locataires, le risque de vacance est lissé, et les délais de relocation sont plus courts que pour, par exemple, un immeuble de bureaux adapté à une grande entreprise.

Le lien étroit entre niveau des loyers et revenu par ménage, tant dans le temps que dans l'espace, assure enfin que sur le long terme l'actif résidentiel procurera un revenu indexé approximativement sur le revenu des locataires, ce qui présente un intérêt pour un investisseur recherchant dans le cadre de sa gestion actif-passif un flux de revenu indexé sur le revenu par ménage, ou au moins les prix à la consommation.

### **2.3.6.2. Le risque de réputation**

La détention en direct d'un actif dont le consommateur final est le particulier comporte un risque de réputation en cas de contentieux avec ce dernier.

Le risque de réputation existe également dans les résidences avec services (pour étudiants, personnes âgées, etc.). Néanmoins, les investisseurs institutionnels ne s'en sont pas retirés. Le gestionnaire y fait sans doute davantage écran entre le propriétaire des locaux et l'occupant, que dans un immeuble résidentiel géré par un professionnel de la gestion locative.

Ce risque existe également dans le cas des biens de consommation, par exemple alimentaires, ou dans le cas de l'automobile. La qualité de ces biens produits en série étant mesurable, et mesurée plus finement que celle d'un logement, la résolution des conflits en est sans doute facilitée.

## **2.4. Prospective sur les couples rendement-risque du placement en logement et son attractivité pour les investisseurs institutionnels**

### **2.4.1. L'indice Insee des loyers devrait augmenter parallèlement au revenu par ménage ou à l'indice des prix à la consommation**

La stabilité de l'indice des loyers de l'Insee par rapport au revenu disponible par ménage observée depuis les années 1970 s'est accompagnée d'une surcroissance du loyer moyen par rapport à l'indice des loyers et d'une paupérisation des locataires par rapport aux autres ménages (cf. § 1.1).

La plupart des logements ayant atteint un niveau de confort élevé, la diminution de la surcroissance du loyer moyen par rapport à l'indice observée depuis une vingtaine d'années devrait se poursuivre.

La paupérisation des locataires, qui semble avoir ralenti pendant les années 2010, reflétait une relative stabilité de leur revenu net d'inflation, les gains de pouvoir d'achat bénéficiant aux propriétaires.

Si à l'avenir le revenu par ménage de l'ensemble des ménages progresse plus rapidement que l'inflation (il y aurait donc des gains de pouvoir d'achat), l'indice des loyers pourrait augmenter au rythme du revenu par ménage de l'ensemble des ménages pendant un certain temps, mais non indéfiniment, puisque la capacité des locataires à consacrer une part de plus en plus élevée de leur revenu à leur loyer n'est pas infinie. Il est donc possible qu'à l'avenir la croissance de l'indice des loyers se rapproche de celle des prix à la consommation, comme elle l'a fait sur le passé récent.

Si le revenu par ménage ou a fortiori par unité de consommation des locataires progressait moins rapidement que l'indice des prix à la consommation (il y aurait donc une paupérisation des locataires en monnaie constante) il semble difficile que l'indice de loyers augmente durablement comme ce dernier, sauf à ce que la qualité du logement des locataires diminue. Ce n'est cependant pas le scénario privilégié par la mission : il s'agirait d'une dégradation de la situation des locataires par rapport aux dernières décennies, durant lesquelles le revenu par unité de consommation des locataires du parc privé n'a pas diminué en monnaie constante (cf. graphique 6), et l'on n'en voit pas le signe sur le passé récent.

Par ailleurs, l'élasticité des loyers par rapport au nombre de logements ressort à environ -1 ou -2<sup>38</sup>. Quelle que soit l'offre supplémentaire créée sous forme d'un parc à loyer de marché ou à loyer subventionné (de type social ou intermédiaire), son effet sur le niveau des loyers de marché devrait donc rester limité.

En conclusion, il semble raisonnable d'escompter que le loyer d'un logement locatif donné, convenablement entretenu<sup>39</sup>, devrait augmenter au moins comme les prix à la consommation, sous réserve bien sûr de fluctuations temporaires.

Certaines des personnes rencontrées n'excluent cependant pas qu'en cas de forte reprise de l'inflation un contrôle accru des loyers conduise à leur dévalorisation en monnaie constante : la mémoire des contrôles des loyers instaurés à partir de la première guerre mondiale en périodes de forte inflation n'est pas totalement effacée.

---

<sup>38</sup> Cf. note 5.

<sup>39</sup> Puisque l'indice Insee des loyers reflète des évolutions à qualité constante.

### **2.4.2. Le principal déterminant de l'évolution des prix de cession sera celle des taux d'intérêt**

Seul l'environnement financier, et au premier chef le bas niveau des taux d'intérêt, semble pouvoir expliquer le niveau élevé du prix des logements par rapport au revenu par ménage, comparé à ce qu'il avait été de 1965 à 2000 (cf. § 1.2).

La prospective sur le prix des logements suppose donc une prospective sur les taux d'intérêt. Ils ne semblent pas pouvoir demeurer indéfiniment à leur niveau actuel, mais le rythme et l'ampleur de leur remontée sont particulièrement délicats à anticiper, d'autant plus qu'ils seront influencés par des décisions publiques au niveau tant international que national.

Lorsque les taux remonteront, la capacité d'achat immobilier des ménages sera réduite et donc, après un délai d'ajustement des vendeurs (de logements anciens ou, dans le cas du neuf, de terrains à bâtir) pendant lequel les volumes de ventes diminueront, le prix des logements s'ajustera à la baisse. Il devrait ensuite retrouver une croissance voisine de sa croissance historique parallèle au revenu par ménage. En cas de reprise de l'inflation, on ne peut exclure que le prix des logements diminue en monnaie constante mais non en monnaie courante.

Comme dans le cas des loyers, il ne semble pas que le niveau de la construction puisse influencer fortement sur le prix des logements, compte tenu d'une élasticité du prix à l'offre voisine de -1 à -2<sup>40</sup>.

### **2.4.3. Rendement du placement en logement**

Lorsque les taux d'intérêt remonteront, les prix de cession baisseront mais les loyers seront inchangés :

- ◆ pour les investisseurs ayant acheté avant la baisse de prix, le rendement locatif (par rapport au prix d'achat) sera inchangé mais le rendement en capital diminuera, et donc le rendement total du placement baissera ;
- ◆ pour les nouveaux investisseurs achetant une fois la baisse des prix parvenue à son terme, le rendement locatif augmentera et l'investisseur pourra escompter un rendement en capital voisin de la croissance du revenu par ménage ; il en résultera un rendement total plus élevé qu'actuellement.

Le placement en logement s'apparente de fait à un investissement en rente perpétuelle à coupon indexé sur les loyers, dont la valeur de revente n'est certaine à aucune échéance. Néanmoins, son prix est moins sensible que celui d'une rente perpétuelle aux variations à court terme des taux d'intérêt (ce que reflète sa faible corrélation sur des pas de temps courts avec le placement obligataire) (cf. § 2.1.4). Cela résulte de son illiquidité, qui handicape l'arbitrage par rapport aux actifs financiers, et de l'influence du prix auquel acheteurs et vendeurs particuliers le valorisent, selon des critères différents de ceux d'un investisseur institutionnel.

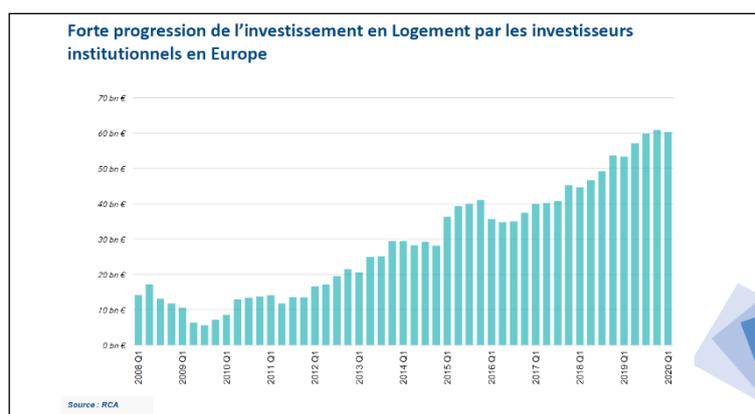
### **2.4.4. Compétition avec les autres actifs**

Les interlocuteurs rencontrés ont signalé un intérêt renouvelé des investisseurs institutionnels pour le placement locatif résidentiel depuis plusieurs années. Si cet intérêt s'est moins matérialisé en France que dans l'ensemble de l'Europe (cf. Graphique 27), c'est en raison de la rareté de l'offre dans notre pays.

---

<sup>40</sup> Cf. note 5.

### Graphique 27 : la progression de l'investissement en logement par les investisseurs institutionnels en Europe



Source : RCA cité dans (Schoeffler, 2020).

La raison invoquée est que, dès avant la crise sanitaire, les investisseurs institutionnels disposaient de liquidités abondantes qui cherchaient à s'investir avec un meilleur rendement que les obligations, et que l'écart entre les rendements locatif de l'immobilier de bureau et d'habitation avait diminué.

S'ajoutait à cela, dans le cas de l'immobilier commercial, le développement de l'e-commerce, qui accroissait la demande en locaux logistiques mais la réduisait en locaux commerciaux.

La crise sanitaire a renforcé cette tendance, par :

- ◆ la détérioration brutale de la santé financière des utilisateurs finaux en immobilier commercial et touristique ;
- ◆ la crainte que le développement de l'e-commerce, accéléré par la crise sanitaire, ne réduise encore plus rapidement la demande de locaux commerciaux ;
- ◆ et la crainte que même après la pandémie le télétravail ne réduise la demande en bureaux ;
- ◆ alors que, par comparaison, le placement en logement procure des revenus stables, moins dépendants de la conjoncture que l'immobilier d'entreprise, au sein duquel seuls les locaux logistiques semblent encore en croissance.

Néanmoins, cet intérêt manifesté par les investisseurs institutionnels pour l'investissement en logement n'est pas unanime. Au moins l'un de ceux rencontrés a signalé qu'il entend continuer à vendre son parc résidentiel à la découpe en raison de son rendement annuel trop faible et du risque institutionnel.

Quant à l'avenir, deux questions semblent se poser :

- ◆ l'intérêt des investisseurs institutionnels pour le logement est-il durable ?
- ◆ s'il s'estompe, revendront-ils ou bien conserveront-ils leurs investissements actuels ?

La mission a entendu lors de ses auditions l'opinion que l'intérêt des investisseurs institutionnels pour l'investissement en logement pourrait n'être que temporaire. Cela lui semble une éventualité. Il n'est pas certain qu'une fois la crise sanitaire terminée les craintes concernant l'immobilier de bureaux se réalisent. La remontée des taux d'intérêt devrait dévaloriser les logements comme les autres actifs, et ne pas modifier la hiérarchie des rendements, mais pourrait aussi modifier la perception des risques au détriment du profil de risque offert par le logement. Ce serait une raison supplémentaire de faciliter l'afflux des capitaux des investisseurs institutionnels vers le logement tant qu'il en est temps.

Si les investisseurs institutionnels se retirent ensuite du logement, cela ne pourra être que par appartement car on voit mal quels investisseurs autres que des investisseurs institutionnels achèteraient des immeubles entiers ou des blocs d'appartements : la plupart des particuliers n'en ont pas les moyens et les collectivités locales, si elles achètent parfois des immeubles, notamment par préemption, ont des capacités limitées.