

POLITIQUE DU LOGEMENT : ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ?

Par le **pôle Logement** de Terra Nova

Le 7 mai 2013



Synthèse

Pour construire 500 000 logements par an, les mesures gouvernementales déjà prises doivent être complétées. Le retour d'investisseurs institutionnels dans le logement permettrait d'en construire 50 000 par an, moyennant une réorientation des actifs de l'assurance-vie, des SIIC, SCPI, OPCI et de l'épargne salariale à hauteur de 0,3 % par an maximum ; cette réorientation « dégraderait » leurs résultats de 0,016 % au plus. Un tel engagement de la part d'acteurs bénéficiant d'avantages fiscaux aurait l'avantage d'être budgétairement neutre pour l'Etat. Cet effort devrait concerner des logements à loyers intermédiaires en zones tendues. Le 21 mars dernier, le gouvernement a d'ailleurs annoncé qu'un cadre de développement du logement intermédiaire serait mis en place avant l'été.



Note intégrale

Le rythme de construction nécessaire pour résorber le déficit de logements en France a été évalué par de multiples experts, et repris dans le programme du candidat-président François Hollande, à 500 000 logements par an. Pour atteindre cet objectif, le gouvernement de Jean-Marc Ayrault a déjà pris un certain nombre de mesures, pour la plupart d'entre elles préconisées dans un rapport de Terra Nova de juillet 2011¹. Cependant, l'évolution récente de la construction éloigne le pays très nettement de cet objectif.

En revanche, un levier puissant n'a pas encore été actionné : la contribution des investisseurs institutionnels. Il possède un avantage précieux en ces temps de gestion rigoureuse : sa neutralité budgétaire pour l'Etat. Les mesures prises ces derniers mois doivent être, dans l'immédiat, complétées par le retour des institutionnels dans le logement.

¹ Denis Burckel (rapporteur), « L'accès au logement : une exigence citoyenne, un choix politique », rapport Terra Nova, juillet 2011 :

<http://www.tnova.fr/essai/lacc-s-au-logement-une-exigence-citoyenne-un-choix-politique>

LES MESURES DE CES DERNIERS MOIS : UTILES MAIS INSUFFISANTES

Le décret du 21 juillet 2012 prévoyant l'encadrement de l'évolution des loyers dans le parc privé a donné le premier signal d'une volonté politique de contenir les prix du logement et de préserver le pouvoir d'achat des locataires, en attendant la détente induite par une augmentation du volume de construction des logements neufs, nécessairement plus longue à mettre en œuvre.

La loi « mobilisation du foncier public et obligations de production de logement social », promulguée début 2013, prévoit deux dispositions facilitant l'offre : le renforcement des obligations de construction de logements sociaux de l'article 55 de la loi SRU ; la mise à disposition de terrains publics.

La loi de finances pour 2013 inclut des mesures destinées à fluidifier le marché des immeubles et à impulser la construction de logements neufs. Le renforcement de la taxe sur les logements vacants facilitera la remise sur le marché de logements aujourd'hui inhabités. Le nouveau dispositif « Duflot » d'incitation fiscale à l'investissement locatif des particuliers a le mérite d'exiger des contreparties sociales au coût budgétaire qu'il représente.

La fixation de la TVA à 5 % pour la construction de logements sociaux, annoncée le 21 mars, devrait permettre de soutenir l'effort des HLM.

Ces mesures vont dans le bon sens, et elles ont été prises dans un contexte d'argent public rare. Elles seront cependant insuffisantes pour rattraper le retard pris dans la construction de nouveaux logements au cours de la décennie précédente. Et, elles ne permettront pas d'atteindre l'objectif de 500 000 logements construits chaque année. Or il y a urgence !

LE RETOUR DES INSTITUTIONNELS : UN ENJEU SOCIAL EN MOBILISANT L'EPARGNE DEFISCALISEE POUR LE LOGEMENT INTERMEDIAIRE

Dans ce contexte, l'implication des investisseurs institutionnels dans le logement constituerait un puissant levier au service de l'effort de construction. Le Premier Ministre l'a, au demeurant, évoqué au congrès de l'Union sociale pour l'habitat fin septembre 2012. Plusieurs points éclairent cet enjeu.

D'abord, le gouvernement a déjà mobilisé davantage l'épargne défiscalisée pour soutenir le logement : le relèvement du plafond du livret A dont les fonds financent les HLM va dans ce sens. Ne faut-il pas passer en revue l'ensemble des produits destinés à collecter l'épargne des Français et bénéficiant d'avantages fiscaux pour obtenir, en contrepartie, une implication de leur part dans l'effort de construction ?

Ensuite, la production de logements intermédiaires est devenue marginale au cours de la dernière décennie². Elle n'est plus véritablement un objectif de la politique du logement. Or, dans les zones tendues, le décalage entre les loyers sociaux, même les loyers PLS³, et les loyers du secteur privé s'est fortement accru (plus de 10 euros/m² et par mois à Paris). Ceci crée un écart infranchissable pour certains ménages, réduisant les sorties du parc HLM et limitant les parcours résidentiels. Recréer un « tiers secteur » rendrait plus facile le parcours résidentiel et libérerait des logements en HLM. Une offre locative plus adaptée serait proposée aux « classes moyennes », les contraignant moins à arbitrer en faveur d'une accession coûteuse, mais aujourd'hui alternative parfois inévitable, à un logement locatif privé trop cher. Plus globalement, ce type d'offre peut avoir un effet d'atténuation sur l'évolution des loyers privés.

Enfin, les investisseurs institutionnels qui détenaient un million de logements dans les zones tendues au début des années 1990 en possèdent désormais moins de 100 000. La faiblesse de la rentabilité des logements (entre 2,5 % et 3 % net) est l'explication la plus fréquemment avancée.

Un nouveau mécanisme consisterait à introduire, au sein de l'actif des institutionnels bénéficiant d'avantages fiscaux importants, des seuils minima de détention en zone tendue de logements à loyers intermédiaires entre des loyers PLS et des loyers privés, avec plafonds de ressources des locataires. Pour faciliter la gestion et tenir compte de la clarté demandée par certains investisseurs étrangers, ces seuils pourraient être respectés à travers la participation dans des sociétés spécialisées en logements intermédiaires et ayant été préalablement agréées par l'Etat.

Le calibrage du mécanisme doit tenir compte de deux facteurs. Le premier est son impact sur la construction de logements. Pour que l'effort soit à l'échelle des besoins de logements, une participation des investisseurs institutionnels à hauteur de 10 % de la production neuve semble un objectif raisonnable, soit 50 000 logements par an ou 250 000 logements en cinq ans. Si on considère qu'un logement intermédiaire est financé pour moitié par des fonds propres, pour moitié par un prêt, et que son coût moyen est de 200 000 €, il faut mobiliser 100 000 € de fonds propres par logement. Le besoin d'investissement ressort donc à 25 Mds € en cinq ans pour 250 000 logements⁴.

Le deuxième facteur est d'ordre économique pour les institutionnels : la moindre rentabilité supposée des actifs de logement ne doit pas inciter les investisseurs à renoncer à leur avantage fiscal. La perte de rentabilité due à la détention de logements intermédiaires atteint un maximum de 3 % par an : c'est par exemple la différence entre le rendement de l'immobilier de bureaux (5,5 % à 6 %) et de l'immobilier de logements (2,5 % à 3 %). Encore faut-il préciser que la perte de rentabilité due aux logements intermédiaires peut être très faible : par exemple, le rendement des contrats d'assurance – vie est en 2012 peu différent de la rentabilité de l'immobilier de logements.

² Même si le prêt locatif intermédiaire (PLI) existe toujours et que certains dispositifs de l'Agence nationale de l'habitat préservent la construction de logements intermédiaires.

³ Prêt locatif social

⁴ Avec des garanties apportées par les collectivités locales, le taux d'emprunt pourrait être supérieur et donc le besoin de fonds propres sensiblement plus faible. A noter, en revanche, que les investissements en immobilier tertiaire limitent généralement l'emprunt à 30 %.

UN IMPACT FINANCIER SOUTENABLE ET UN INTERET ECONOMIQUE REEL POUR LES INSTITUTIONNELS

De quels véhicules parlons-nous ? Et quels sont les volumes d'actifs sous gestion ?

Les trois véhicules gérant un actif significatif et bénéficiant d'avantages fiscaux conséquents sont les instruments de « pierre-papier », l'épargne salariale et les assurances, notamment celles qui gèrent des risques longs comme l'assurance-vie.

Les outils d'investissement immobilier ayant obtenu la transparence fiscale qui les exonère du paiement de l'impôt sur les sociétés⁵, comme les SIIC⁶, SCPI⁷ et OPCI⁸, gèrent environ 160 Mds € d'actifs. L'épargne salariale qui, malgré le réajustement récent des contributions sociales qui lui sont appliquées, continue de bénéficier d'avantages fiscaux importants relatifs à l'exonération de l'impôt sur le revenu pour le salarié et de l'impôt sur les sociétés pour l'employeur, gère 90 Mds € d'actifs. Les sociétés d'assurance, et notamment celles qui gèrent un risque long comme l'assurance-vie, et dont le statut d'exonération fiscale vient d'être préservé dans la loi de finances pour 2013, gèrent 1 320 Mds €.

Les institutionnels concernés gèrent donc environ 1 570 Mds € au total. L'investissement en logement intermédiaire estimé à 25 Mds € en cinq ans (voir ci-dessus) représente ainsi au plus 1,6 % des fonds gérés. La réduction de la rentabilité des fonds gérés atteindrait 0,08 % à terme de cinq ans, avec les hypothèses les plus défavorables à l'investissement logement (cf. annexe). Enfin, c'est sans compter avec la créativité urbaine des opérateurs (optimisation du foncier d'opérations tertiaires ou commerciales ; reconversion de bureaux obsolètes en logements) et la diversification des risques que représente l'investissement logement.

Notre proposition consisterait à conditionner les avantages fiscaux accordés aux gestionnaires d'épargne salariale, de sociétés foncières bénéficiant de la transparence fiscale et aux assurances. Cette condition serait remplie par la détention en 2017, avec montée en charge progressive et programmée, de logements intermédiaire ou de parts de sociétés agréées se concentrant sur cette activité, à hauteur de 1,6 % de leurs actifs sous gestion.

Cette mesure est neutre budgétairement pour l'Etat, économiquement indolore pour les acteurs concernés et rétablirait le lien fort qu'il est nécessaire de réaffirmer en ce début de quinquennat entre fiscalité et intérêt général.

⁵ A condition de distribuer une fraction importante de leurs revenus et plus-values

⁶ Sociétés d'investissement immobilier cotées

⁷ Sociétés civiles de placement immobilier

⁸ Organisme de placement collectif en immobilier

ANNEXE

ANALYSE INVESTISSEMENT DANS LE LOGEMENT INTERMEDIAIRE

ETAPE 1 : DETERMINATION DU RENDEMENT LOCATIF DU LOGEMENT INTERMEDIAIRE

Rappel des plafonds PLI (€/m ² /mois)	
Zone A bis	17,77
Reste de la zone A	14,81
Zone B	10,30
Zone C	7,41

Calcul du rendement d'un logement intermédiaire	
Surface utile	50m ²
Prix d'acquisition DI	4 000 €/m ²
Loyer zone A hors A bis (€/m ² /mois)	17 €/m ² /mois
Loyer zone A hors A bis (€/m ² /an)	204 €/m ² /mois
Provisions pour vacance, impayés, frais de gestion et frais d'intermédiation	10% du rendement annuel
Soit	21 €/m ² /an
Provisions pour travaux	1,5% de la valeur d'acquisition DI
Soit	60 €/m ² /an
Revenu locatif net	123 €/m²/an
Revenu locatif net	3,00% par an

ETAPE 2 : DETERMINATION DU COUT DE L'OBLIGATION POUR LES INVESTISSEURS

Analyse du rendement sur fonds propres d'un investissement en résidentiel intermédiaire		
en €	Sur 5 ans	Par an
Objectif du nombre de construction de logements intermédiaires	250 000	50 000
Prix moyen d'investissement - 200 000€ par logement	50 000 000 000	10 000 000 000
<i>Rendement locatif logement intermédiaire - 3%</i>	<i>1 500 000 000</i>	<i>300 000 000</i>
Prêt - 50%	25 000 000 000	5 000 000 000
<i>Taux d'intérêt prêt classique EUR 3M + 150bp - 1,8%</i>	<i>450 000 000</i>	<i>90 000 000</i>
Fonds propres à investir - 50%	25 000 000 000	5 000 000 000
Rendement des fonds propres investis - 4,2%	1 050 000 000	210 000 000

Analyse du rendement sur fonds propres d'un investissement en immobilier tertiaire		
Montant de l'investissement	50 000 000 000	10 000 000 000
Rendement locatif immobilier tertiaire - 5,5%	2 750 000 000	550 000 000
Levier financier - 50%	25 000 000 000	5 000 000 000
<i>Taux d'intérêt prêt classique EUR 3M + 150bp - 1,8%</i>	<i>450 000 000</i>	<i>90 000 000</i>
Fonds propres à investir - 50%	25 000 000 000	5 000 000 000
Rendement des fonds propres investis - 9,2%	2 300 000 000	460 000 000

Impact financier de l'obligation d'investissement en logements intermédiaires (en €)	(1 250 000 000)	(250 000 000)
---------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------	----------------------

ETAPE 3: DETERMINATION DU CAPITAL INVESTI DES ACTEURS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER BENEFICIANT DE REGIMES FISCAUX SPECIFIQUES

En €	Fonds propres	Décote moyenne	Levier moyen	Actifs sous gestion
SIIC	45 230 000 000	20%	45%	102 795 454 545
SCPI	22 315 000 000	0%		22 315 000 000
OPCI	23 000 000 000	0%		38 333 333 333
Epargne salariale	90 000 000 000	0%		90 000 000 000
Assurance-vie	1 317 000 000 000	0%		1 317 000 000 003
Total	1 497 545 000 000	NS	NS	1 570 443 787 882

CONCLUSION

Récapitulatif (en €)	
Patrimoine sous gestion	1 570 443 787 882
Investissement nécessaire sur 5 ans	25 000 000 000
Part des montants sous gestion à investir sur 5 ans pour les 4 types d'acteurs	1,59%
Impact annuel financier de l'obligation	(250 000 000)
Impact annuel financier de l'obligation sur le patrimoine sous gestion	(0,016%)
Impact financier de l'obligation consolidé à échéance de 5 ans	(1 250 000 000)
Impact financier de l'obligation sur le patrimoine sous gestion (consolidé à échéance de 5 ans)	(0,08%)