



Logement, le retour des zinzins ?

Antoine Guironnet, chercheur associé au Centre d'études européennes (CEE), Sciences Po

antoine.guironnet@sciencespo.fr

Le « retour des institutionnels »

- Question récurrente des pouvoirs publics, par-delà les alternances électorales
- Financement du logement locatif (≠ emprunts obligataires, cf. Gimmat et al. 2022)
- Retrait historique des institutionnels et croissance de la défiscalisation

DOSSIER Comment concilier intérêts privés et service à la collectivité ? C'est la question que se posent les banques, les compagnies d'assurances et les foncières. Après plus de dix ans de « déstockage », ces investisseurs institutionnels continuent de céder leurs parcs résidentiels alors que les pouvoirs publics aimeraient les voir revenir vers ce secteur. Ces acteurs capables de créer et d'entretenir un parc locatif de qualité, ne possèdent plus que 3 % des logements loués en France contre 15 % il y a dix ans.

Trop peu d'institutionnels retiennent l'investissement logement

Plus motivés par l'immobilier d'entreprise que par le marché résidentiel, les investisseurs institutionnels jouent la montre. En contrepartie de leur engagement « citoyen » à créer un marché locatif de logements à loyers intermédiaires, ils attendent des aménagements fiscaux ou réglementaires qui rendraient leurs placements à nouveau attractifs. La commission des Finances du Sénat planche sur un rapport annoncé pour juin 2008.

CATHERINE SABBAH

C'est un mouvement de balancier régulier. En bons gestionnaires, les investisseurs institutionnels, les « zinzins », suivent les marchés et arbitrent leurs patrimoines. Un peu plus de bureaux, un peu plus de locaux commerciaux, un peu moins de logements... Depuis la fin des années 1990, les banques comme les compagnies d'assurances et les foncières ont déserté le marché de l'immobilier résidentiel. Entre 1985 et 2007, leurs actifs ont fondu, passant de 1,14 million de mètres carrés à moins de 210.000. Ils ont vendu, à la découpe et à des prix élevés, des immeubles depuis longtemps amortis ou achetés en bloc peu de temps auparavant. En pleine crise du logement, les plus-values engrangées à cette occasion leur ont valu une réputation de spéculateurs.

En quelques années, le patrimoine des « zinzins » est tombé de 15 % à 3 % du parc locatif français. En 2007, les sommes investies dans le résidentiel émanant de ces institutionnels auraient à peine représenté 500 millions d'euros, alors que les montants absorbés par le reste du marché immobilier (bureaux, locaux commerciaux et plateformes logistiques) représentaient plus de cinquante fois cette somme. Ce petit chiffre résulte surtout du transfert des portefeuilles de deux compagnies d'assurances, Generali et GMF, qui ont apporté leurs actifs à la Fondrière Développement Logement (FDL) et en sont ainsi devenues actionnaires. Filiale de la Fondrière des Régions, celle-ci figure parmi les rares acteurs dynamiques du secteur. Elle possède 5.000 logements en France et en a acheté l'an passé 45.000 en Allemagne.

Pas d'états d'âme

Ce désamour n'a pas de mystère : bien que le marché résidentiel leur ait rapporté beaucoup d'argent dans le passé, rien n'incite aujourd'hui les investisseurs institutionnels à s'y réengager. « Quand je propose à mon comité d'investissement [aux Etats-Unis, NDLR] des acquisitions résidentielles en France, j'ai peu d'arguments économiques. Tant que la découpe sera difficile et le rendement plus bas que le bureau, pourquoi un investisseur institutionnel investirait-il dans le logement en France », s'interrogeait récemment François Trausch, président de GE Real Estate France, lors d'une table ronde organisée sur le sujet (*). « Même si les craintes sont plus psychologiques que réelles, elles génèrent des comportements fri-

eux, confirme Dorian Kelberg, le délégué général de la Fédération des sociétés immobilières et foncières (FSIF). En quelques années, il y eut la loi Aurillac, qui réglemente les congés pour vente, la taxation de la vacance, les menaces de réquisition, des soupçons de discrimination à l'égard des propriétaires, la lenteur des procédures d'expulsion, même lorsqu'il est avéré qu'un locataire est de mauvaise foi... » Les dernières mesures contenues dans la loi pour le pouvoir d'achat du 8 février 2008 risquent d'achever les plus résistants : le dépôt de garantie du locataire est divisé par deux et les loyers seront désormais indexés sur l'indice du coût de la vie, bonne nouvelle pour les occupants, pas pour les bailleurs, pour le moment en tout cas. « Quand on parle de réduire les dépôts de garantie et de supprimer les cautions comme c'est le cas en Espagne et en Angleterre, il faut aller jusqu'au bout de la proposition en appliquant la même logique. Dans ces deux pays, un locataire mauvais payeur est mis dehors en trois ou six mois. Il y a même des tribunaux spécifiques qui traitent ces problèmes en urgence », constatait lors d'un débat public Yves Dieulesaint, directeur général de Locare, la filiale de gestion résidentielle de la foncière Gecina.

La rentabilité avant tout

Plus réglementé, le logement est aussi moins rentable que l'immobilier d'entreprise, au moins à première vue. En réalité, même avec une rentabilité comprise entre 4 % et 5 % par an, son rendement global est meilleur à long terme dès lors que l'on y intègre les plus-values. « Aujourd'hui, les immeubles de bureaux contiennent tellement de technologie et les standards se modifient si rapidement qu'un bâtiment tertiaire est obsolète au bout de dix à vingt ans. L'immobilier résidentiel "dure" plus longtemps car sa valeur tient en grande partie à son emplacement », explique Marc Piétri, président-directeur général de la société de promotion et d'asset management « Constructa. La sécurité sur le long terme joue également en faveur de ce marché : le départ d'une seule entreprise peut vider une tour de 50.000 mètres carrés alors que le risque est réparti « par appartement » dans l'immobilier résidentiel.

Il est des acteurs confiants dans le logement. Ils travaillent sur des niches ou des marchés régionaux et se savent gagnants sur le long terme.

« Sur le marché résidentiel, nous sommes sollicités pour des estimations de portefeuilles entiers. Si certains continuent de se désengager, d'autres sont prêts à acheter. Depuis deux ou trois ans, les transactions portaient plutôt sur des immeubles isolés », observe Daniel Bonetti, directeur d'Habitat Foncier, le département logement du groupe Atisreal. D'autres sont prêts à assumer des risques pour augmenter la rentabilité, en participant aux tous

Ces arguments ne suffisent manifestement pas à convaincre. « On parle du retour des "zinzins" mais ils sont plutôt attentistes et continuent de vendre, observe Stéphane Imowicz, le président d'Ad Valorem, une société spécialisée dans la commercialisation d'appartements libres ou occupés pour le compte de bailleurs. L'échec de l'entrée en Bourse de deux structures dédiées par AXA et Gecina a encore refroidi les rares initiatives. » « Il y a pourtant du bon argent à gagner dans ce secteur soutenu par une pénurie structurelle », pense Philippe Tannenbaum, directeur de recherche à la banque Eurohypo à Londres. Cet économiste verrait d'un bon œil une totale déréglementation, pas vraiment d'actualité en France.

Les pouvoirs publics réfléchissent tout de même à la manière de rendre ce marché à nouveau attractif et d'aider les classes moyennes à trouver un toit. « Il manque en France des logements locatifs privés ouverts aux ménages assez aisés pour sortir du logement social et qui ne peuvent pas accéder à la propriété », explique Philippe Marini, sénateur de l'Oise, chargé d'un rapport sur le sujet. Aujourd'hui la différence de loyer entre le social et le privé est telle qu'elle bloque le parcours résidentiel.

« Nous proposons déjà des logements de ce type dans certaines villes comme la Seyne-sur-Mer, Marseille, Villefranche-sur-Saône », annonce Marc Billiani, le responsable du portefeuille du fonds ING Real Estate French Residential Fund (REFRF) consacré au logement. Nous parlons sur l'avenir en achetant des immeubles en vente en l'état futur d'achèvement (Vefa) dans des

quartiers en plein renouvellement et nous arrivons à louer à des loyers équivalents à ceux des logements Robien ou Borloo. » Sur les marchés tendus, l'équation est plus difficile à résoudre. Les « zinzins » ne sont pas disposés à servir la cause du logement à perte. Sous contrainte et sans espoir de rentabilité, tous sont d'accord pour ne pas y aller. « Au cours des dernières années, le



À première vue moins rentable que l'immobilier d'entreprise, le résidentiel se révèle à long terme un très bon placement.

Les nouveaux entrants

pas en France. Il fustige dans le même temps la lourdeur administrative, les délais trop longs pour obtenir un permis de construire, le manque de flexibilité des baux d'habitation. Autant de réglementations en voie d'allègement, espère-t-il, alors que la libéralisation des rapports entre propriétaires et locataires n'est pas vraiment au programme. Depuis 2005, ANF, la SIIC héritière de La Rue Impériale à Lyon et l'Immobilière Marsellaise, achète, rénove et gère un patrimoine d'immeubles anciens de centre-ville à Lyon et Marseille. Au total 270.000 m² de commerces et de logements, dont un petit pourcentage financé par des prêts

locatifs sociaux, le reste étant destiné à une clientèle de classes moyennes et supérieures. Les bas revenus sacrifiés Ces acteurs présents sur le marché, comme le fonds résidentiel d'ING, croient suffisamment au secteur pour y investir, même si Marc Billiani, responsable du Real Estate French Residential Fund monté par la banque néerlandaise, n'est pas forcément prêt à « mettre 500 millions d'euros de plus ». Pourtant, ils ne remplissent pas vraiment la mission imaginée par le sénateur Marini de créer un segment de marché ouvert aux bas revenus. « Pour investir dans des

logement. « L'idée n'est pas de créer une rente, poursuit-il, mais d'être en mesure de louer moins cher. Le jour où l'on souhaite arbitrer, il faut pouvoir le faire au prix du marché. Cela éviterait de rester inactif pendant vingt ans puis de tout vendre en même temps au risque de diminuer à nouveau le parc locatif. »

La question de l'engagement des investisseurs institutionnels porte en fait sur les contreparties que l'Etat pourrait accorder à des entreprises dont certaines dotées du statut de société d'investissement immobilier cotée (SIIC) sont déjà très favorisées au plan fiscal. « Le modèle économique reste à inventer, poursuit Philippe Marini. Je vois un assez grand avantage pour ces acteurs à déplacer leur centre de gravité vers le secteur du logement intermédiaire. Ils y trouveraient un intérêt économique et y soigneraient leur image. Il faut sans doute songer à une incitation pour les motiver. » Certains se prennent à rêver à des charges foncières moins élevées, à une exonération partielle de la taxe foncière, à un avantage fiscal comparable à celui accordé aux particuliers qui optent pour le régime Borloo. « L'idée n'est pas de se créer une rente, poursuit Thierry Beaudemoulin, mais d'être en mesure de louer moins cher. Le jour où l'on souhaite arbitrer, il faut pouvoir le faire au prix du marché. Cela éviterait de rester inactif pendant vingt ans puis de tout vendre en même temps au risque d'assécher à nouveau le parc locatif. » Si les propositions de la FSIF trouvent un écho au sein de la commission des Finances du Sénat, un texte pourrait être remis au ministre du Logement en juin et se faire une place dans la loi de Finances pour 2009.

logements loués à bas prix, tous attendent un geste de l'Etat. C'est une manière de recommencer l'histoire, observe un bon connaisseur du secteur : en leur temps, les SIIC ont aussi bénéficié d'avantages fiscaux. Après avoir été indirectement subventionnées et une fois leurs immeubles amortis, ces sociétés, souvent les mêmes qu'aujourd'hui, les ont revendus au plus haut du marché ont gagné beaucoup d'argent. Aujourd'hui, elles voudraient remonter le même système en insistant sur la faible rentabilité du logement. Des calculs globaux sur le long terme montreraient la grande hypocrisie de cette affirmation. » c.s.

Le logement « laissé pour compte » de la financiarisation (Nappi-Choulet 2012) ?

- De 10 % à 2 % (1981-2011)
- De 1.2 millions à 200,000 lots en portefeuille
- En 2016, 14% des actifs sous gestion (AUM), mais avec des différences

Type d'investisseur	AUM (M€)	Dont résidentiel (M€)	Soit %	Nombre de lots
SCPI	45	4	8	20 000
OPCI	60	4	7	20 000
SIIC	100	5	5	25 000
Assurance			20	

Sources : Guedj & Schoeffler (2016), IEIF (2018) pour les compagnies d'assurance

Projet de recherche “What is Governed in Cities” (ORA/ANR)

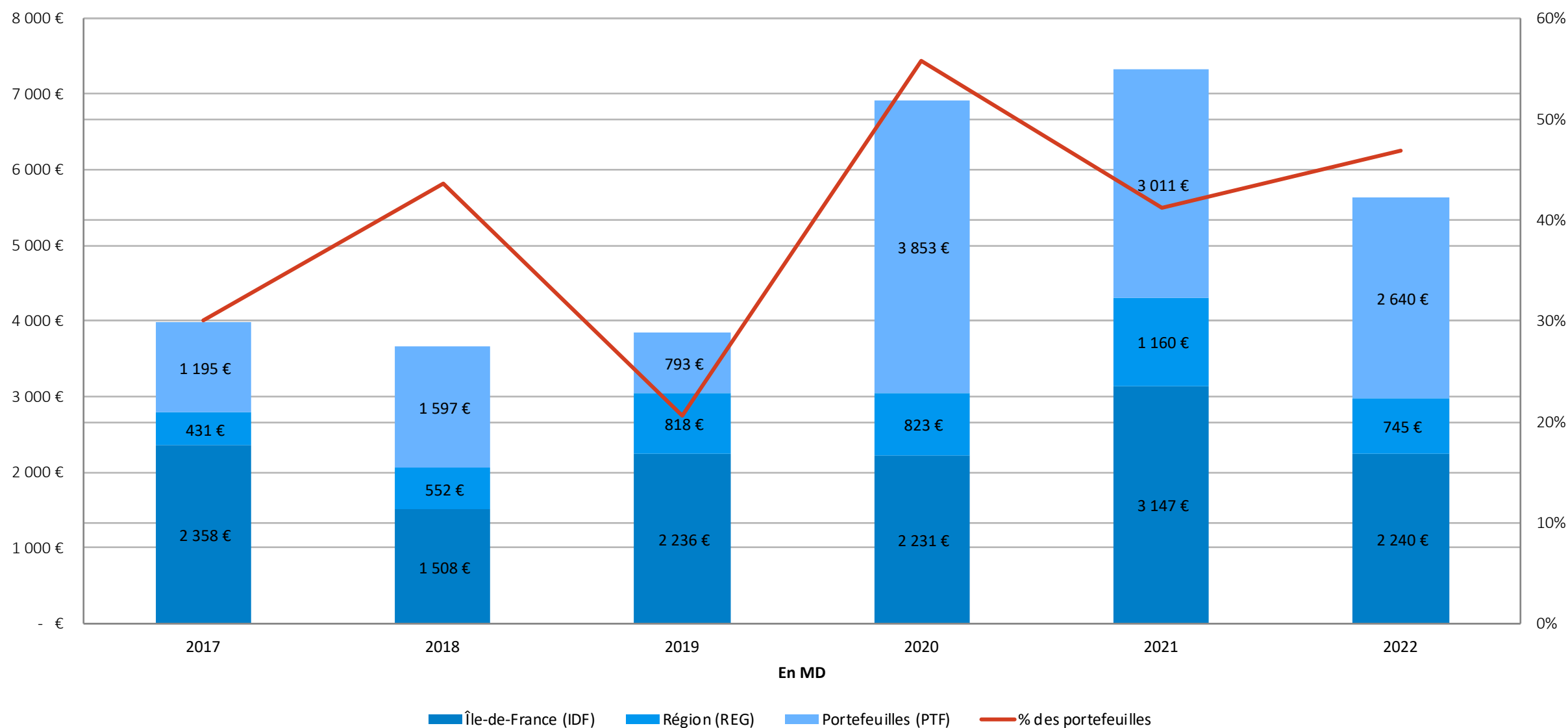
- Statistiques : Real Capital Analytics (n=504), Immostat
- Documents : littérature grise (rapports, études de marché, etc.), revue de presse économique et spécialisée (1991-2020)
- Entretiens : analystes et consultants, gérants d’actifs, pouvoirs publics (central, local)

Principaux résultats

- Dynamique de retour
- Typologie des acteurs et comparaison internationale
- Facteurs explicatifs du retour

- Augmentation du nombre de transactions et volumes depuis 2015

Montant de l'investissement résidentiel en France (2017-2022)

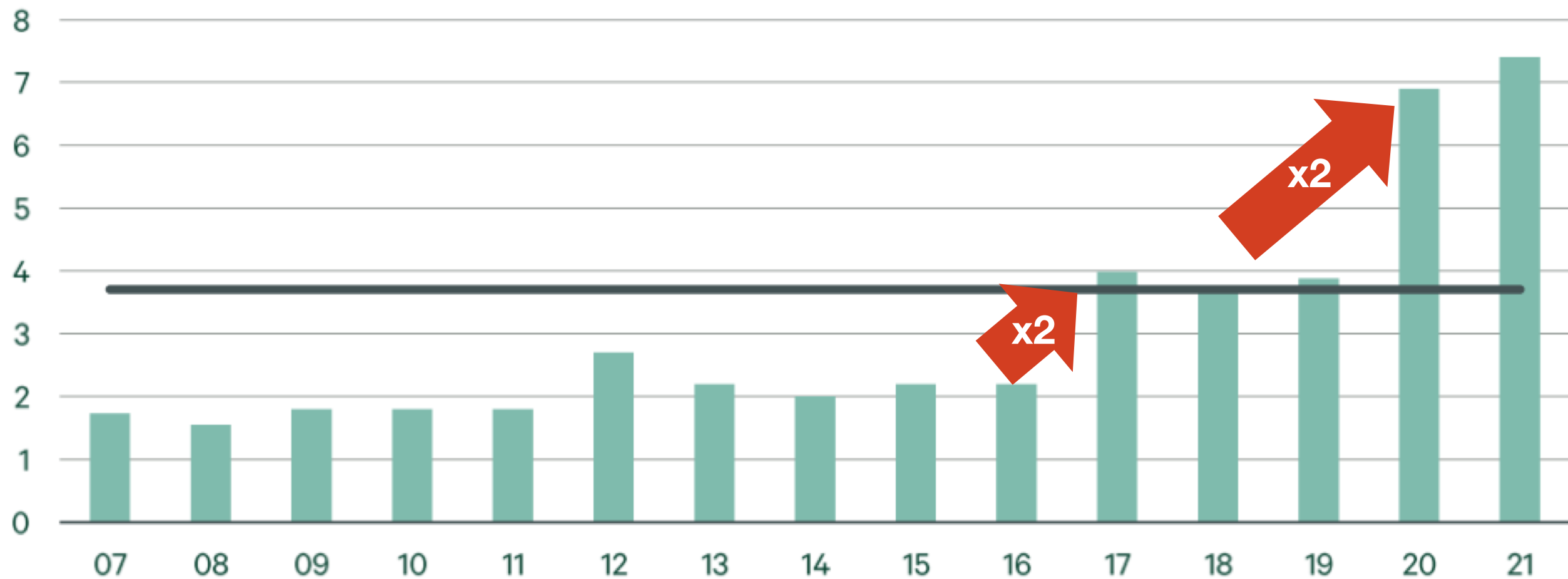


Source : Immostat. Traitement de l'auteur.

N.B : Volume global des actifs résidentiels en bloc (les logements classiques et intermédiaires, les résidences étudiantes et seniors hors EHPAD, coliving) lors de transactions dont l'acquéreur est un investisseur et dont le montant acte en main est supérieur à 1 millions d'euros.

- Augmentation du nombre de transactions et volumes depuis 2015

VISUEL 1 : Volume d'investissement résidentiel bloc

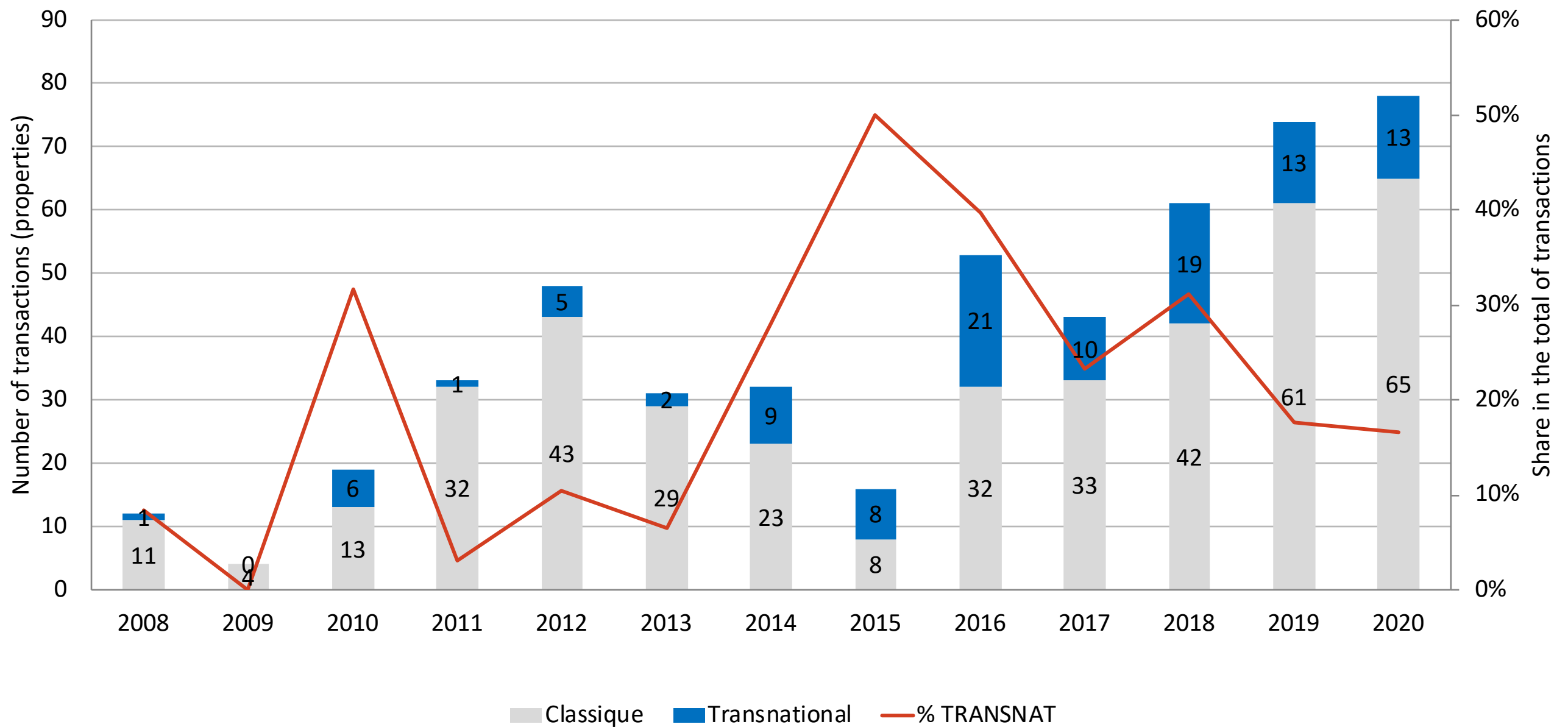


En Mds d'€

Source : CBRE / Immostat, T4 2021

- Stabilisation du poids des investisseurs étrangers

Nombre de transactions transnationales (RCA)



Hypersélectivité spatiale (cf. Halbert & Guironnet 2018)

- Interurbaine : concentration dans l'Île-de-France

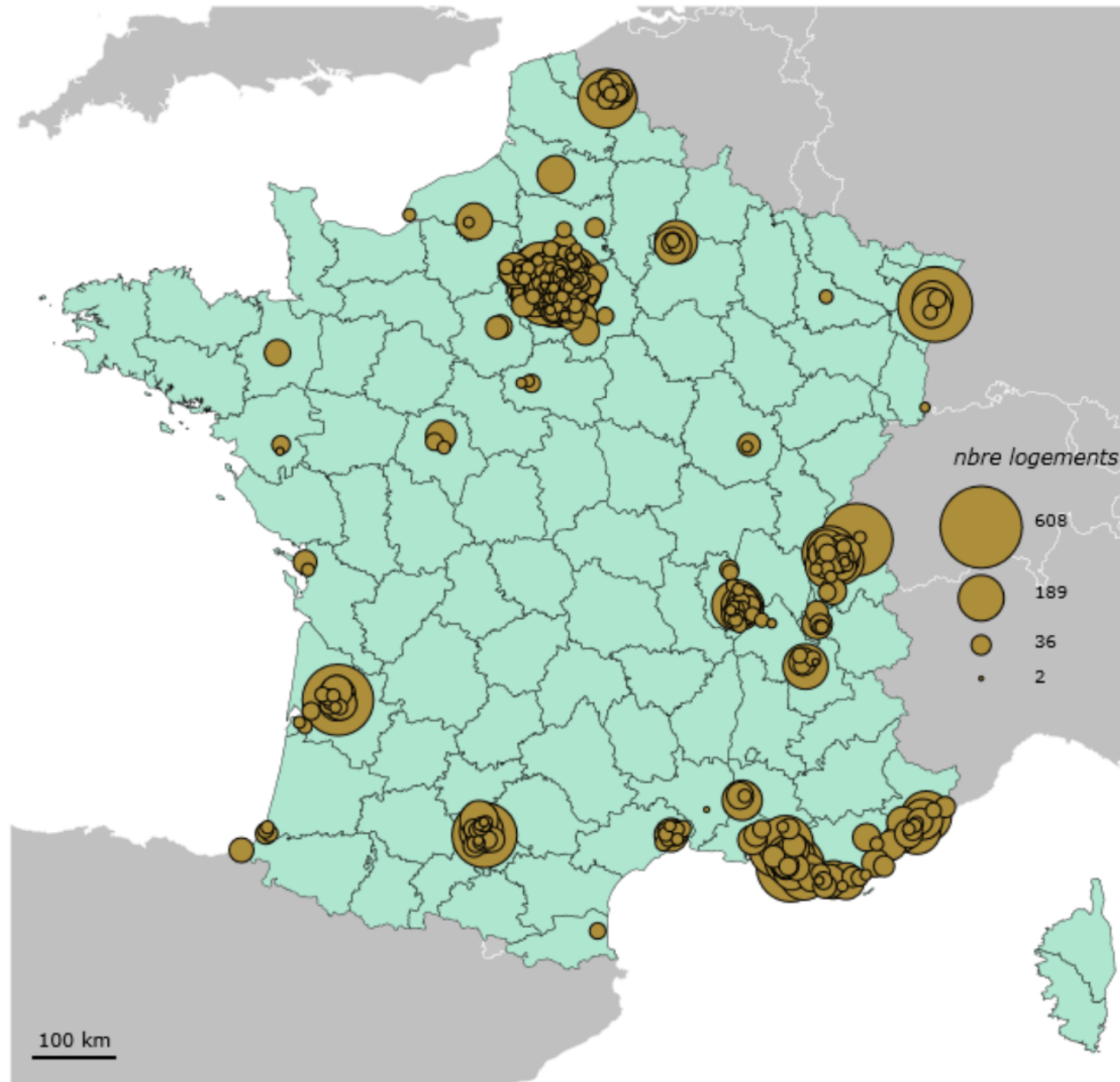
Agglomération	Montant (M€, 2022)	Soit % du total
Paris – Île-de-France	4 000	72 %
Lyon	248	5 %
Marseille	44	1 %
Lille	39	1 %
Solde	1 170	21 %
Total	5 500	100 %

Sources : CBRE (2022). Traitement de l'auteur.

N.B. : Marché de l'investissement résidentiel bloc (hors HLM)

Dynamique de retour

À qui profite ce retour ?



Sources : Deniau et al. (2019).

N.B. : Logements intermédiaires des investisseurs institutionnels

Hypersélectivité spatiale (cf. Halbert & Guironnet 2018)

- Interurbaine
- Intraurbaine : concentration dans l'ouest parisien (intra-muros, croissant)

Dynamique de retour

Un retour d'ampleur limité ?

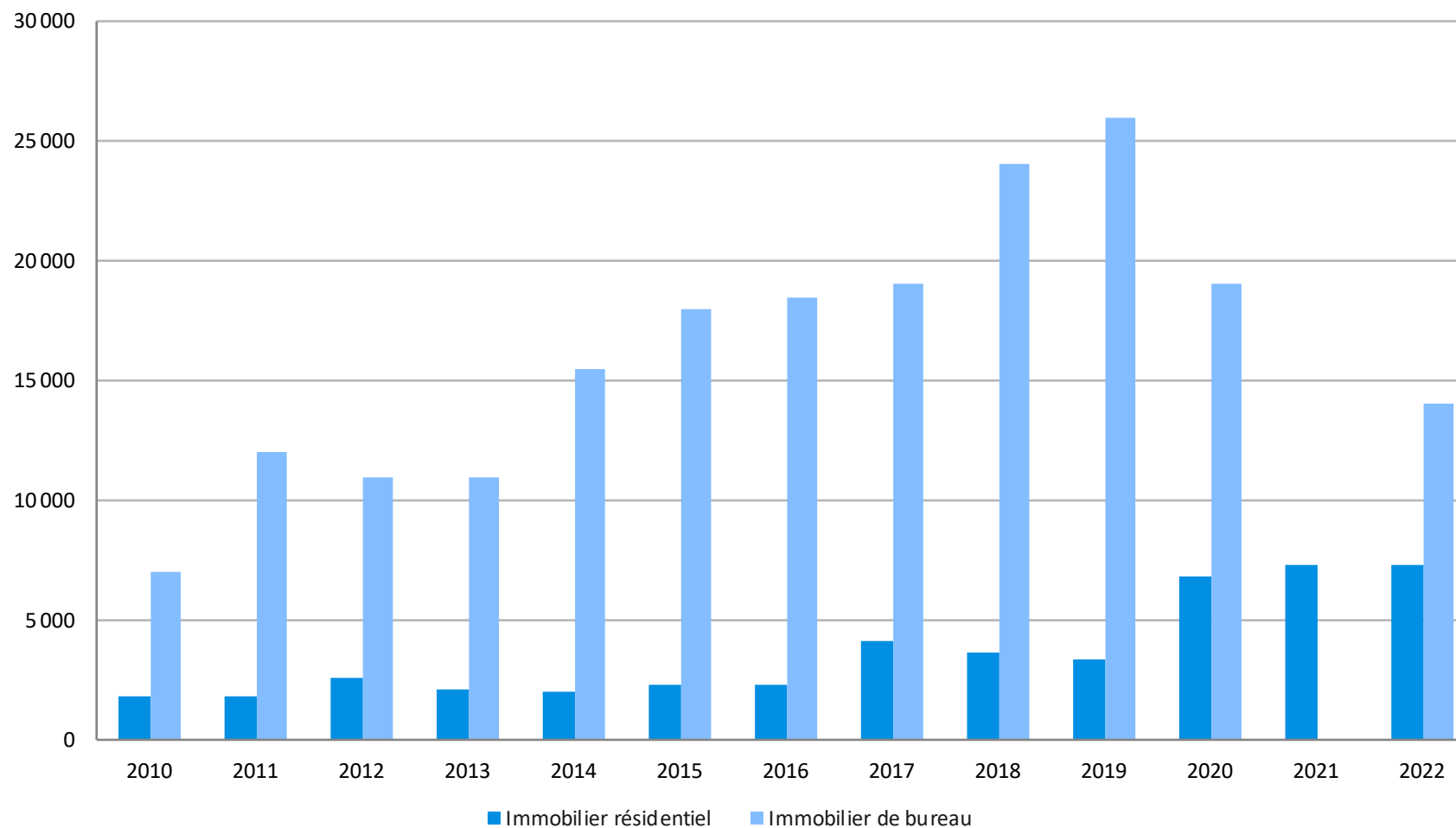
Comparaison par rapport au reste du marché

- Logement : entre 3,5% à 5,5% du total des investissements (DVF, 2014-2020)

Comparaison par rapport au reste du marché

- Logement
- Investissements institutionnels

Montants d'investissements en France (2010-2022)



Source : CBRE. Traitement de l'auteur.

Type	2019	2022 (à fin T3)
Bureaux	58%	39%
Commerces	13%	18%
Industriel	12%	18%
Résidentiel	9%	17%
Santé	2%	2%
Hôtels	6%	6%

Source : Knight Frank (2023)

Incertitudes

- Un « manque de produits », qui serait causé par le malthusianisme mayoral
- Évolution de la conjoncture macro (remontée des taux, inflation, etc.)

Comparaison internationale

- « Global corporate landlordism » (Beswick et al. 2016), cf. Blackstone (Janoschka *et al.*, 2020 ; Christophers, 2021)
- « Financiarisation 2.0 » (Wijburg et al. 2018), notamment REITs (August & Walks 2018 ; García-Lamarca, 2021 ; Aveline-Dubach 2022)

Sociétés de gestion de portefeuille

- Fonds domestiques : AEW, Primonial REIM

Sociétés de gestion de portefeuille

- Fonds domestiques : AEW, Primonial REIM
- Fonds paneuropéens « core »

Fonds	Gérant	Année	Type d'actifs	Risk-return profile	Focus géographique
Living Cities Residential Fund	Patrizia	2017	Residential (70% existing)	Core	35% Germany/Austria 15% Benelux, UK, Ireland, Scandinavia 10% France , Southern Europe
Catella European Residential III	Catella Residential IM	2019	Residential (50% multifamily, 50% senior or student housing)	Core, core+	France , Germany, Netherlands, Scandinavia (50% of diversification in Spain, Poland, other CEE countries)
Asper	Aberdeen	2019	Residential (including existing)	Core	50% of AUM in Germany, and 15% for each other country (in France: Grand Paris, Marseille, Nice, Toulouse)
?	Primonial		Residential (50% max senior or student housing)	Core+, value-added	France , Belgium, Germany, Netherlands
Invesco Real Estate European Living Fund	Invesco Real Estate	2020	Residential (including student housing, microhousing)		First acquisitions in France and Italy

Opérateurs du logement intermédiaire (cf. Gimat et al. 2022)

- Ampere Gestion (CDC Habitat): FLI 1 et 2, Hémisphère, Vesta, etc.
- In'li (Action Logement) : foncière Cronos (AXA), partenariat Vilogia-AEW, etc.



Foncières cotées en Bourse (SIIC)

- Présence marginale, et résistance au retour

Nom	Actif résidentiel sous gestion (M€)	En % du total sous gestion
Covivio (ex-FDL)	3 317	100%
Gecina	3 610	31%
Terreis	228	21%
Acanthe	16	6%
Icade	312	5%
Société Foncière Lyonnaise	31	1%
SIIC de Paris	9	1%
Blecker	3	1%

Source: Marignan pour l'IEIF (2013)

Foncières cotées en Bourse (SIIC)

- Présence marginale, et résistance au retour
- Gecina, l'exception qui confirme la règle ?

Facteurs du retour

- Compression des taux sur les valeurs mobilières (marché actions, obligations) et immobilières (bureaux, commerces)
- « Résilience » financière : diversification, moindre volatilité
- Bonus ESG

Logement libre

- « Création de valeur » vs. encadrement des loyers ?


Logement intermédiaire

- Part limitée dans les investissements (< 10% en 2029)
- « Abordabilité » du LLI ?

Logement social

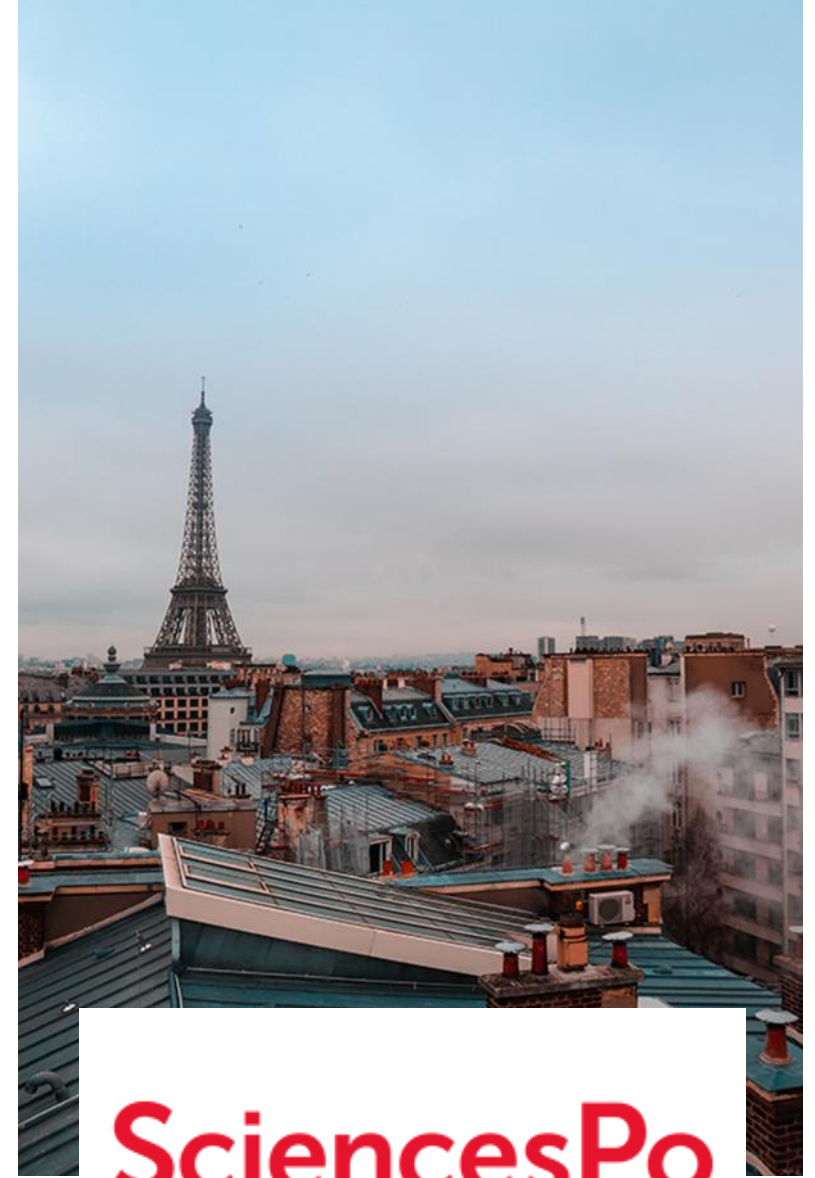
- Intervention circonscrite à l'ULS (2014) et l'achat de logements PLS anciens (2018)



 UNIVERSITY OF AMSTERDAM




BARTLETT SCHOOL
OF PLANNING



SciencesPo

WHAT IS GOVERNED IN CITIES?

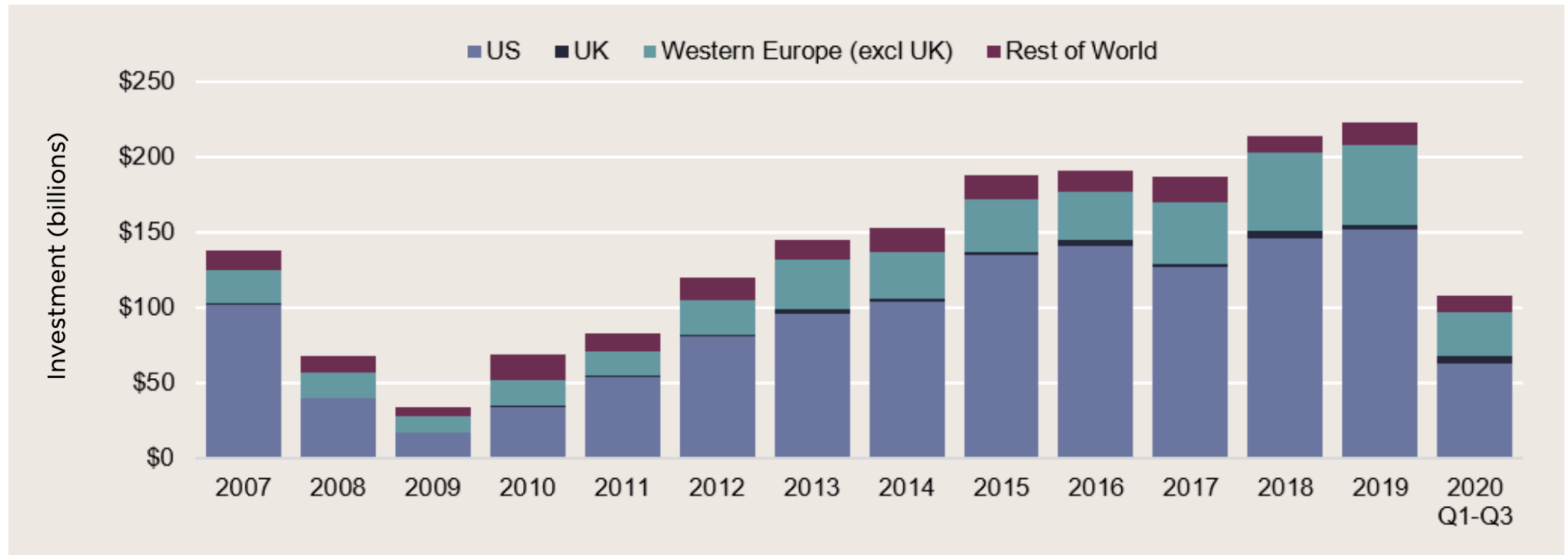


- August, M., & Walks, A. (2018) Gentrification, suburban decline, and the financialization of multi-family rental housing: The case of Toronto, *Geoforum*, 89, pp. 124–136.
- Aveline-Dubach, N. (2022) The financialization of rental housing in Tokyo, *Land Use Policy*, p. 104463.
- Belotti, Emanuele, et Sonia Arbaci. « From Right to Good, and to Asset: The State-Led Financialisation of the Social Rented Housing in Italy ». *Environment and Planning C: Politics and Space* 39, n° 2 (2021): 414-33.
- Beswick, J., Alexandri, G., Byrne, M., Vives-Miró, S., Fields, D., Hodgkinson, S., & Janoschka, M. (2016) Speculating on London's housing future: The rise of global corporate landlords in 'post-crisis' urban landscapes, *City*, 20(2), pp. 321–341.
- Christophers, Brett. 2021. « Mind the Rent Gap: Blackstone, Housing Investment and the Reordering of Urban Rent Surfaces ». *Urban Studies* 59 (4) (11 août) : 698-716.
- García-Lamarca, Melissa. 2021. « Real Estate Crisis Resolution Regimes and Residential REITs: Emerging Socio-Spatial Impacts in Barcelona ». *Housing Studies* 36 (9) : 1407-1426
- Guironnet, Antoine, et Ludovic Halbert. « Produire la ville pour les marchés financiers ». *Espaces et sociétés* 174, n° 3 (2018): 17-34.
- Janoschka, Michael, Georgia Alexandri, Hernán Orozco Ramos, et Sonia Vives-Miró. 2020. « Tracing the Socio-Spatial Logics of Transnational Landlords' Real Estate Investment: Blackstone in Madrid ». *European Urban and Regional Studies* 27 (2) : 125-141.
- Joinet, Hélène, et Philippe Pauquet. 2020. « Le logement locatif intermédiaire dans la Métropole du Grand Paris. Constats, perspectives, préconisations ». Institut Paris Region & Métropole du Grand Paris. <https://www.institutparisregion.fr/nos-travaux/publications/le-logement-locatif-intermediaire-dans-la-metropole-du-grand-paris/>.
- Nappi-Choulet, I. (2012a) Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier, *Esprit*, Janvier(1), pp. 84–95.
- Wijburg, G., Aalbers, M. B., & Heeg, S. (2018) The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation, *Antipode*, 50(4), pp. 1098–1119.

Real Capital Analytics, Inc. (RCA) base de données sur les transactions (n=504)

- Investissements institutionnels > 10 lots, 5 M€
- Résidentiel (appartements, résidences étudiantes, résidences senior)
- Localisation en Île-de-France
- Années 2008-2020

Global investment into multifamily



Source: Savills (2020)

Source Savills Research using RCA