



**HAL**  
open science

# De la fiscalisation à la financiarisation ? Bilan et perspective d'un régime de financement de l'immobilier locatif privé en France. Compte-rendu de l'atelier n°18 du RJCF

Pierre Le Brun, Rémi Lei

## ► To cite this version:

Pierre Le Brun, Rémi Lei. De la fiscalisation à la financiarisation ? Bilan et perspective d'un régime de financement de l'immobilier locatif privé en France. Compte-rendu de l'atelier n°18 du RJCF. 2023. hal-04530697

**HAL Id: hal-04530697**

**<https://hal.science/hal-04530697>**

Preprint submitted on 3 Apr 2024

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# De la fiscalisation à la financiarisation ? Bilan et perspective d'un régime de financement de l'immobilier locatif privé en France

Pierre LE BRUN

Avignon Université – UMR ESPACE

[pierre.le-brun@univ-avignon.fr](mailto:pierre.le-brun@univ-avignon.fr)

N°ORCID : 0000-0002-2363-7931

Rémi LEI

Avignon Université – UMR ESPACE

[remi.lei@univ-avignon.fr](mailto:remi.lei@univ-avignon.fr)

N°ORCID : 0009-0001-1960-8601

## Résumé

L'atelier foncier n°18 du Réseau des Jeunes Chercheurs sur le Foncier (RJCF), qui s'est tenu à Avignon le 12 décembre 2023, a porté sur les régimes de financement de la production de logements locatifs neufs en France. L'atelier s'est structuré en deux temps. Une première partie a été consacrée au bilan du circuit défiscalisé, principal mode de financement du secteur locatif privé au cours de la dernière période. Son rôle structurant dans la production neuve justifie de l'analyser comme un système, certes entraîné par des politiques publiques nationales, mais géographiquement sélectif et approprié par un certain nombre d'agents privés, par les autorités publiques locales et par les particuliers. La seconde partie, plus prospective et concentrée sur l'actualité récente, a permis de discuter l'hypothèse d'un retour des investisseurs institutionnels dans le secteur résidentiel français. Annoncé et appelé depuis plusieurs années par un ensemble d'acteurs publics et d'experts privés, ce retour semble s'être interrompu avec la remontée récente du taux d'intérêt directeur.

**Mots-clés** : financiarisation ; France ; logement ; politique fiscale

## **Abstract**

The 18th workshop of the Réseau des Jeunes Chercheurs sur le Foncier (RJCF), which took place in Avignon on December 12th, focused on financing systems for new rental housing in France. The first part of the workshop looked at the household buy-to-let tax expenditure schemes, which have become an important mechanism for financing the private rental sector in recent years. The second part of the workshop considered the potential resurgence of institutional investors in the French housing sector. The second part of the workshop looked at the potential re-emergence of institutional investors in the French housing sector. Although expected and advocated by both public and private experts for several years, this anticipated revival seems to have hit a roadblock with the recent increase in interest rates.

**Keywords:** financialization; France; housing; fiscal policy

## **Introduction<sup>1</sup>**

En France, les ménages disposent d'un quasi-monopole dans le secteur locatif privé (Kireche, 2023). La rentabilité relativement faible de l'immobilier résidentiel par rapport à l'immobilier de bureaux (Nappi-Choulet, 2012) a en effet contribué à une raréfaction des investisseurs institutionnels dans le secteur du logement à partir des années 1990. Un changement de réglementation en faveur d'un report de l'investissement des investisseurs institutionnels vers les marchés d'action a pu également jouer un rôle (Vergriete, 2013). Du côté des ménages, cette rentabilité a été soutenue activement par un ensemble d'aides fiscales à l'investissement. La plus connue et la plus représentative de ces politiques de défiscalisation est celle qui bénéficie à l'investissement locatif dans le neuf, dont le « Pinel » est le représentant le plus connu. L'importance croissante du coût budgétaire de ces dispositifs, à partir de 1995 (« Périssol »), mais surtout de 2009 (« Scellier ») a alimenté une dépendance également croissante de la promotion résidentielle à ces subsides (Pollard, 2018). Ce « circuit défiscalisé » de financement de

---

<sup>1</sup> Nous remercions chaleureusement les participantes et participants à la 18e journée d'étude du RJCF. Ce compte-rendu intègre les remarques, observations et suggestions de Sylvain Guerrini et Nathalie Caillard, que nous remercions également pour leurs retours.

la production résidentielle (Halbert, 2018) représentait ainsi, à la fin des années 2010, près de la moitié des logements vendus par des promoteurs privés (Deniau et al., 2019).

L'expiration du « Pinel » au 31 décembre 2024, et la diminution du taux de réduction d'impôt dès 2023 sur la plupart des investissements, semblent annoncer un net recul du circuit défiscalisé. Face à ces incertitudes, les investisseurs institutionnels font depuis plusieurs années figure de potentiels relais. Pourtant, malgré l'annonce maintes fois répétée d'un « retour des institutionnels », celle-ci ne semble pour l'instant s'être réalisée qu'*a minima*, en grande partie à travers la production de logements locatifs intermédiaires par la Caisse des Dépôts Habitat (Bigorgne & Le Corre, 2021) et le Groupe Action Logement.

Ce contexte a inspiré son thème au 18<sup>e</sup> atelier du Réseau des Jeunes Chercheurs sur le Foncier (RJCF), qui s'est tenu le 12 décembre 2023 à l'université d'Avignon, et dont nous offrons ici un compte-rendu. L'enjeu de cette journée était de discuter les structures et les évolutions récentes des circuits de financement du parc locatif privé en France. L'atelier s'est structuré en deux temps.

- Une première partie a été consacrée au bilan du circuit défiscalisé, principal mode de financement du secteur locatif privé au cours de la dernière période. Son rôle structurant dans la production neuve justifie de l'analyser comme un système, certes entraîné par des politiques publiques nationales, mais géographiquement sélectif et approprié par un certain nombre d'agents privés, par les autorités publiques locales et par les particuliers.
- La seconde partie, plus prospective et concentrée sur l'actualité récente, a permis de discuter l'hypothèse d'un retour des investisseurs institutionnels dans le secteur résidentiel français. Annoncé et appelé depuis plusieurs années par un ensemble d'acteurs publics et d'experts privés, ce retour semble s'être interrompu avec la remontée récente du taux d'intérêt directeur.

## **1. Le système de la défiscalisation : enjeux politiques, économiques et géographiques du circuit fiscalisé**

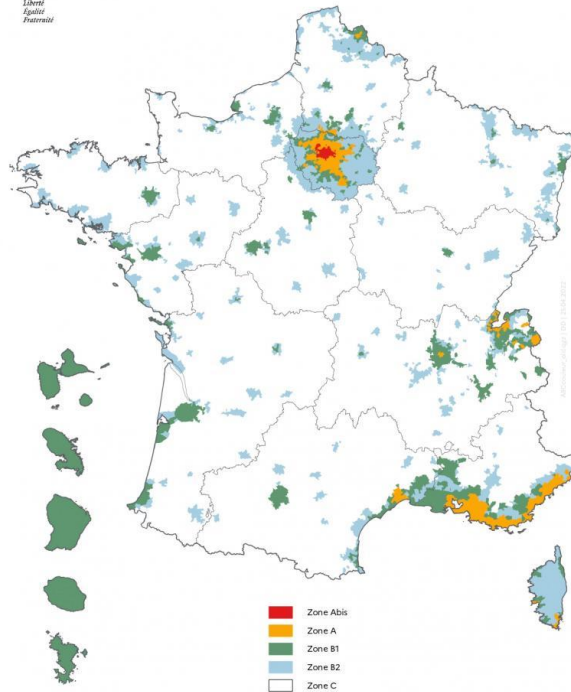
La première partie de l'atelier a été consacrée à une série de quatre présentations au format académique, qui ont permis d'esquisser un portrait relativement complet des enjeux économiques, politiques et géographiques des aides fiscales à l'investissement locatif. À des fins de concision, cette présentation se limite aux points les plus saillants.

## **Les aides fiscales à l'investissement locatif des ménages : enjeux de 40 ans de politiques publiques (Sylvain Guerrini, Cerema)**

La présentation de Sylvain Guerrini, directeur d'études au Cerema, a permis de récapituler les termes du débat sur la question des aides fiscales à l'investissement locatif des ménages en France, dans la continuité de plusieurs travaux précédents (Guerrini & Mertigny, 2017; Guerrini & Schaefer, 2019).

Les aides fiscales à l'investissement locatif des ménages sont un dispositif à la fois ancien – 14 dispositifs se sont succédé en quarante ans – et structurant : d'après les estimations de la Fédération des Promoteurs Immobiliers (FPI), la défiscalisation aurait concerné autour de 500 000 logements sur la période 2013-2021, soit entre le quart et le tiers de la production totale. Pour ces deux raisons, la défiscalisation se place bien au centre du régime de financement du parc locatif privé.

Ces politiques sont pour autant l'objet de nombreuses critiques. Celles-ci ciblent en premier lieu son coût, sous trois aspects : son coût total pour l'État (autour de 2 milliards d'euros de dépense fiscale par an), son coût unitaire par logement (Madec, 2022), et le caractère incontrôlable des dépenses qu'il engendre (il suffit d'être éligible pour les obtenir). Un deuxième ensemble de critiques soulignent l'inadéquation entre ces dispositifs et les besoins en logements d'une part, et les intérêts des investisseurs d'autre part. Les logements produits en défiscalisation ne se situent pas toujours dans les zones où la demande locative est la plus élevée, ce qui aurait occasionné des pertes financières chez certains ménages investisseurs. Plusieurs études ont également souligné l'effet inflationniste des aides fiscales, en particulier sur les terrains à bâtir (Bono & Trannoy, 2019). Enfin, les copropriétés dédiées à l'investissement locatif ont tendance à se dégrader plus rapidement que celles où dominent des propriétaires-occupants (Dupré, Dussart, & Guerrini, 2018).



Source : DHUP/FES - Arrêté du 1er août 2014 modifié pris en application de l'article D. 304-1 du code de la construction et de l'habitation - INSEE RP2020  
Cartographie : DGALN/CAPP/MNUM (DD) du 25/04/2022

Contre ces critiques, les partisans des politiques de défiscalisation soulignent le rôle contracyclique de ces dispositifs (le « Scellier » a efficacement relancé le secteur de la construction après la crise de 2008), l'importance des gains financiers nets de l'État dans ces opérations (principalement du fait de la TVA), la dépendance des promoteurs privés à ces aides – et par extension des bailleurs sociaux dans le contexte de diffusion de la VEFA-HLM. Ils soulignent également l'intérêt de la production de logements locatifs privés pour loger les étudiants et les jeunes ménages, alors que la rentabilité locative s'est effondrée en France depuis les années 2000 (Friggit, 2024) et que ce statut d'occupation aurait tendance à s'éroder sans l'apport de la construction neuve fléchée vers la location par les dispositifs d'investissement locatif.

La persistance de ce débat au gré des différents dispositifs s'est longtemps accompagnée d'un balancement entre deux grandes façons de les configurer. La logique du développement économique, qui a globalement prévalu sous les gouvernements classés à droite (dispositifs « Périssol », « Robien », « Scellier »), a consisté à renforcer les aides fiscales dans le but de relancer le secteur de la construction. La logique des contreparties sociales a, à l'inverse, tenté de renforcer les contraintes imposées aux ménages pour bénéficier des aides fiscales (dispositifs « Besson » ou « Duflot »). La période actuelle semble interrompre ce balancement. En dépit d'une conjoncture assez défavorable au secteur de la construction et de la promotion privée, le gouvernement Borne aurait justifié l'abandon du « Pinel » par son coût budgétaire élevé.

## **La mise en œuvre des aides fiscales : promouvoir et s'approprier la défiscalisation des investissements locatifs (Eliza Benites-Gambirazio, ENS Paris Saclay)**

La présentation d'Eliza Benites-Gambirazio, maîtresse de conférences à l'ENS Paris Saclay, s'est appuyée sur les résultats d'une enquête menée dans le cadre de l'ANR WISDHOM (2019-2022). Ce travail avait pour but de documenter, à partir d'un matériau qualitatif (entretiens et observations), la façon dont les particuliers d'une part et les intermédiaires privés de l'autre, se saisissent des dispositifs de soutien à l'investissement immobilier. Il permet plus spécifiquement de montrer qu'au-delà des effets quantifiables de la défiscalisation, celle-ci affecte également les dispositions et les rationalités des individus.

Un premier volet de l'enquête s'est concentré sur l'étude des stratégies des propriétaires bailleurs. Une série d'entretiens a ainsi été réalisée avec des ménages bailleurs, qui appartiennent pour l'essentiel aux catégories socioprofessionnelles salariées aisées (cadres et professions intellectuelles supérieures ; professions intermédiaires). Cette étude permet à la fois de documenter la diversité des motivations à l'investissement et des profils des individus concernés. L'attrait de ces derniers pour les dispositifs d'aide à l'acquisition de logements tient à la fois au discours ambiant sur la transformation de l'État social et à l'action plus spécifique d'intermédiaires privés. De fait, les différents déterminants de l'acquisition de logements locatifs sont souvent difficiles à isoler : les avantages fiscaux, la préparation de la retraite ou de la transmission à plus ou moins court terme sont souvent intriqués dans les récits – ce qui appelle une certaine prudence dans l'utilisation de l'expression d'*asset-based welfare* dans le cas de la France (Benites-Gambirazio & Bonneval, 2022). En outre, conformément à ce qu'ont souligné certains rapports publics (Scellier & Le Bouillonnet, 2008; Deniau et al., 2019), la défiscalisation n'est pas toujours une opération rentable pour les particuliers du fait de moins-values à la revente et des coûts souvent élevés de l'intermédiation.

Un second volet de l'enquête s'est ainsi focalisé sur le rôle des intermédiaires privés dans la mise en œuvre des politiques fiscales. Une observation ethnographique (observations et entretiens) a été conduite auprès de sociétés privées spécialisées dans l'accompagnement et les gestions des investissements locatifs des ménages. Ce travail a permis d'éclairer l'importance d'acteurs relais privés dans la mise en œuvre des politiques publiques. L'action de ces derniers consiste à traduire aux ménages l'esprit général des dispositifs (l'intérêt de « construire un patrimoine avec ses impôts », la menace de l'affaiblissement du régime par répartition, etc.), tout en se démarquant d'autres intermédiaires rivaux (les « vendeurs de rêves » imprudents, les banquiers sans connaissance du terrain). L'argumentaire de ces intermédiaires opère une qualification marchande dans le but de déclencher les investissements : le niveau des prix est justifié par l'importance de la demande, les difficultés à revendre et les risques d'impayés sont

minimisés. Les résultats tirés de ce second volet de l'enquête sont davantage développés dans une récente publication (Benites-Gambirazio & Bonneval, 2021).

### **Les géographies de la défiscalisation : les conséquences de la restriction des périmètres d'éligibilité aux aides fiscales dans le PLF 2018 (Rémi Lei, Pierre Le Brun, Avignon Université)**

Un troisième temps a été consacré à une analyse de l'évolution des périmètres d'éligibilité aux aides fiscales et à l'identification de certains de ses effets sur les marchés immobiliers et sur les politiques publiques locales. Les présentations de Rémi Lei et Pierre Le Brun s'appuient toutes deux sur des recherches doctorales achevées (Lei) ou encore en cours (Le Brun).

Les aides fiscales à l'investissement locatif des ménages sont adossées depuis 2003 à un zonage national, dit « A/B/C », défini à la maille communale selon le degré de tension des marchés immobiliers (les communes de zones A bis étant les plus tendues, celles de zone C les plus détendues). Réformé à plusieurs reprises (en particulier en 2009 et 2013), ce zonage a dès le départ eu pour fonction de moduler les plafonds de loyers et de revenus imposés aux ménages pour pouvoir bénéficier des aides. A partir de 2009, à cette fonction de modulation s'ajoute une fonction d'exclusion. Les communes de zone C (dès 2009) puis celles de zone B2 (en deux temps : 2014 puis 2018) perdent ainsi l'éligibilité aux aides. Une présentation plus détaillée du resserrement des aides fiscales est notamment proposée par : Le Brun (2022). Les deux présentations se sont ensuite concentrées sur la suppression totale, dans le Projet de loi de finances pour 2018, de l'éligibilité aux communes B2. Environ 1100 communes avaient alors perdu l'accès aux aides fiscales.

Au-delà de l'effet sur la construction de logement, les modifications de zonages ont été exploitées afin de mesurer les effets inflationnistes associés aux dispositifs d'investissement locatif défiscalisés. Le travail présenté (Lei, 2023) tient compte de la segmentation locale du marché immobilier en fonction du statut d'occupation et de l'âge du bâti, deux critères déterminants pour l'éligibilité au dispositif. À partir d'une méthode en double différence exploitant les modifications d'éligibilité successives entre 2013 et 2018 pour les communes B2, l'effet inflationniste associé à ces politiques est mis en lumière. Ainsi, sur le segment visé par la politique (logement neuf pour la mise en location), l'augmentation consécutive à l'introduction de la politique est supérieure à 10%. À l'inverse, aucun effet inflationniste n'est estimé sur les segments définis par un achat en vue de l'occupation par le propriétaire. Le caractère réversible de l'effet est enfin démontré, puisque la suppression du dispositif entraîne une baisse des prix d'une amplitude similaire. En conséquence, ces dispositifs affectent spécifiquement le segment visé par la politique, sans contagion directe à l'ensemble du marché.

La transformation des périmètres d'éligibilité aux aides fiscales est également susceptible d'affecter les politiques urbaines locales. Autrement dit, le système de la défiscalisation, par l'importance qu'il



accorde à l'État dans la régulation des marchés locaux, réduit indirectement l'autonomie des politiques locales (formellement instaurée par la décentralisation des compétences d'urbanisme et d'aménagement). La comparaison des cas des métropoles d'Angers et de Clermont-Ferrand permet d'éclairer certaines interactions entre les réformes nationales et les stratégies de développement locales. Les deux territoires ont été affectés de façon relativement similaire par le retrait de l'éligibilité de 2018 : les communes centres sont restées éligibles (Angers ; Clermont-Ferrand et Chamalières) tandis que celles de première couronne ont perdu l'accès aux aides. Cette transformation a été suivie d'une concentration de la promotion privée dans les communes centres où l'augmentation des prix s'est accélérée. Les deux territoires se distinguent en revanche par l'orientation de leurs politiques urbaines : dirigée vers l'attraction de ménages investisseurs et de promoteurs privés pour Angers (argument du choc d'offre pour contenir l'inflation immobilière) ; axée sur le maintien d'un parc social pour Clermont-Ferrand. Les politiques publiques des deux métropoles se sont ainsi adaptées de façons très différentes à la réforme de 2018 : par l'instauration d'une charte promoteur très bien reçue par les opérateurs à Angers, par la mise en place de servitudes de mixité sociale et l'instauration d'un plafond très bas de prix de vente en VEFA à Clermont-Ferrand. L'adaptation des politiques locales aux transformations nationales est donc susceptible d'en orienter les effets dans des sens plus ou moins favorables aux promoteurs privés et aux bailleurs sociaux.

## **2. En attendant les institutionnels : un retour des bailleurs personnes morales dans le résidentiel annoncé, amorcé, interrompu**

La seconde partie de l'atelier a été consacrée à une discussion sur le thème du retour des investisseurs institutionnels dans le secteur immobilier. La fin annoncée du « Pinel » d'une part, et le soutien nouveau apporté par l'État au secteur intermédiaire d'autre part laissent attendre une forme de passage de relais dans le financement du secteur locatif privé. Autrement dit : à la fiscalisation se substituerait la financiarisation.

Deux principaux éléments permettent *a priori* d'appuyer cette hypothèse. Tout d'abord, ce retour des institutionnels semble bénéficier des faveurs des politiques publiques. Ce soutien s'est exprimé dans plusieurs rapports (en particulier : Estrosi Sassone, 2017; Jevakhoff et al., 2021) ainsi que dans la mise en place, depuis 2014, d'une TVA réduite à 10% et d'une exonération de taxe foncière sur une durée 20 ans pour les opérations de construction destinées au secteur intermédiaire (dans les zones A et B1 et dont au moins 25% des logements sont vendus en VEFA-HLM). Le secteur intermédiaire a rapidement

été investi par deux grands acteurs liés aux pouvoirs publics : la Caisse des Dépôts et consignations (CDC) à travers le Fonds logement intermédiaire (FLI) et la société Ampère Gestion, tous deux créés en 2014 ; le Groupe Action Logement, qui lance en 2017 la filiale In'li, dédiée au logement intermédiaire. Second élément : les investissements réalisés par les investisseurs institutionnels dans le secteur résidentiel auraient effectivement connu une hausse significative à partir de 2016. D'environ 1 milliard d'euros au début des années 2010, le montant de ces placements aurait atteint 7,4 milliards d'euros en 2021 (d'après les estimations d'ImmoStat).

En dépit de ces éléments favorables, ce mouvement de retour se serait pourtant interrompu en 2023 (Debruyne, 2023). L'enjeu de la discussion était d'identifier plus finement les causes à la fois du retour des institutionnels dans le secteur résidentiel et de son interruption.

Nous avons pour cela eu le plaisir d'entendre les analyses de **Nathalie Caillard**, présidente du directoire d'Ampère Gestion (groupe CDC-Habitat), et de **Gilbert Emont**, *senior advisor* à l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF). Ce compte-rendu synthétise les principaux éléments ressortis de la discussion.

### **Quel intérêt des institutionnels pour les actifs résidentiels ?**

L'attrait du secteur résidentiel pour les institutionnels dépend en premier lieu du niveau des taux d'intérêt. En effet, les institutionnels arbitrent d'abord, pour la composition de leur portefeuille, entre actifs de taux et actifs immobiliers, eux-mêmes composés d'actifs résidentiels et tertiaires. Ainsi, dans des périodes de taux d'intérêt faibles, l'immobilier en général, et le résidentiel en particulier, présentent des rendements et des profils de risque relativement intéressants. Le faible niveau des taux d'intérêt depuis 2010, et surtout depuis 2014, a donc joué en faveur du secteur immobilier.

Dans un second temps, les institutionnels arbitrent, dans l'allocation de leurs actifs immobiliers, entre les secteurs résidentiel et tertiaire. L'intérêt du résidentiel vient principalement de son couple rendement-risque attractif : le niveau de risque particulièrement faible (pas de problème de vacance locative, une plutôt bonne liquidité) et la bonne visibilité sur les cash-flows locatifs (permise notamment par l'indexation des baux qui protège les rendements de l'inflation) compensent un rendement globalement inférieur à celui de l'immobilier tertiaire. Par rapport à ce dernier, le secteur résidentiel correspond donc à un profil de risque défensif. Deux évolutions récentes ont en outre contribué à faire davantage pencher la balance en faveur du résidentiel : d'une part la création en 2016 du label d'État « Investissement socialement responsable » (ISR), dans lequel peut s'inscrire le secteur du logement intermédiaire ; d'autre part l'augmentation des taux de vacance sur certaines typologies de bureaux, qui a accru les risques associés aux actifs tertiaires.

En dépit de ces avantages, le secteur résidentiel souffre deux principales limites. Il pâtit d'abord d'un rendement relativement faible au regard des autres classes d'actifs, et notamment des actifs de taux sans risque (tels que les obligations d'États). Seconde limite : les actifs résidentiels sont relativement complexes et coûteux à gérer (*turn over* locatif, plaintes ou mécontentements des locataires, etc.), ce qui motive souvent un recours à l'intermédiation.

### **Flux et reflux des institutionnels dans le secteur résidentiel : quels effets sur le marché du neuf ?**

Ces premiers éléments permettent d'expliquer le récent regain d'intérêt des institutionnels pour le secteur résidentiel. D'après Oxford Economics, la part du résidentiel dans les portefeuilles des institutionnels serait passé, à l'échelle européenne, d'environ 10% en 2001 à près de 25% en 2021. En France, cette part a également augmenté tout en restant nettement en deçà de la moyenne européenne : autour de 12% en 2021. Ce phénomène s'est traduit notamment par une augmentation des volumes de logements neufs réservés auprès des promoteurs privés par les institutionnels (les volumes ont pratiquement doublé entre 2018 et 2021).

Cette tendance a été interrompue par la forte remontée des taux à partir de l'été 2022 (le taux directeur de la BCE est passé de 0% fin juillet 2022 à 4,5% fin septembre 2023). Cette remontée a nettement accru le rendement d'actifs de taux sans risque, diminuant ainsi la prime de risque offerte par l'immobilier résidentiel et poussant les investisseurs vers d'autres classes d'actifs. Les placements résidentiels des investisseurs de 2023 devraient se rapprocher des niveaux du milieu des années 2010. Cette situation n'est pas spécifique à la France et touche non seulement le secteur résidentiel, mais également l'immobilier tertiaire. Les investissements immobiliers des institutionnels auraient ainsi reculé d'environ 60% en 2023 à l'échelle européenne.

### **Un relai manqué ? Les ventes des promoteurs moins soutenues par les institutionnels que par les bailleurs sociaux**

Ce reflux se combine, en France, avec le recul des acquisitions par les ménages. L'affaiblissement et la disparition annoncée du « Pinel » semblent avoir favorisé le recul des investissements locatifs qui, d'environ 50% des ventes des promoteurs au milieu des années 2010, n'en représenteraient plus que 35% en 2023 (d'après la Fédération des Promoteurs Immobiliers – FPI). La remontée des taux a en parallèle réduit les acquisitions des ménages en propriété-occupation. Les ventes aux ménages sur les 9 premiers mois de l'année auraient ainsi diminué de 39% entre 2022 et 2023 (FPI).

La chute des ventes au détail est, en partie seulement, compensée par le relatif maintien des volumes de ventes en bloc, qui se sont maintenus entre 15 000 et 20 000 logements annuels depuis la fin des années

2010 et n'ont pas reculé en 2023. Cette résistance des ventes en bloc repose uniquement, puisque les institutionnels font également défaut, sur les acquisitions des bailleurs sociaux (VEFA-HLM).

### **Quelles caractéristiques du parc détenu par les investisseurs institutionnels ? Une substituabilité probablement faible entre ménages et des institutionnels**

Au-delà des éléments de conjoncture, les différences de stratégies de placement entre les ménages et les institutionnels rendent leurs investissements *a priori* peu substituables. Les plafonds de prix pour bénéficier des aides fiscales (300 000 euros pour le « Pinel ») ainsi que les rentabilités locatives contribuent à orienter les ménages investisseurs vers les communes de zone B1 (Vergriete, 2013; Deniau et al., 2019). Par contraste, les institutionnels concentrent la quasi-totalité de leurs investissements dans la zone A, où la demande de logements intermédiaire est supposée la plus importante (Jevakhoff et al., 2021). Les portefeuilles historiques des institutionnels seraient ainsi composés à 80-85% de logements situés à Paris et en première couronne. Enfin, les placements des institutionnels prennent souvent la forme de méga-transactions (acquisitions du portefeuille Vesta pour un montant de 1,4 milliard d'euros en 2018 ou du portefeuille Cronos pour environ 2 milliards en 2020). Hors logement intermédiaire, l'activité des institutionnels semble ainsi très éloignée d'une logique d'investissement de masse comme l'a été le système de la défiscalisation : il s'agit pour l'essentiel de méga placements ponctuels concentrés dans un petit nombre de « spots ». Le secteur intermédiaire se distingue sensiblement des autres placements des institutionnels. Les 10 000 logements produits par le FLI, moins concentrés que les placements des institutionnels dans le secteur libre (les logements du FLI se s'étendent sur une vingtaine de marchés non franciliens), restent en majorité situés en zone A, donc essentiellement dans les villes « leaders » du territoire (Emont & Dumont, 2016, 2023). Point commun toutefois entre les placements des ménages et des institutionnels : les uns et les autres privilégient les logements de petite taille (du T1 au T3), pour lesquels la demande est la plus importante et la rentabilité locative plus élevée.

## Organisation de l'atelier

L'atelier n°18 du RJCF s'est tenu à l'université d'Avignon le mardi 12 décembre 2023. Son organisation a bénéficié du soutien de l'UMR ESPACE (université d'Avignon) et du Lab'Urba (université Paris Est).

Liste des personnes participantes :

- **Eliza Benites-Gambirazio**, maîtresse de conférences en sociologie à l'ENS Paris Saclay.
- **Nathalie Caillard**, présidente du directoire d'Ampère Gestion (groupe CDC Habitat).
- **Gilbert Emont**, senior advisor à l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF).
- **Sylvain Guerrini**, directeur d'études au Cerema.

Organisation :

- **Pierre Le Brun**, attaché temporaire d'enseignement et de recherche en géographie à l'université d'Avignon.
- **Rémi Lei**, post-doctorant en économie à l'UMR 7300 ESPACE (Chaire GIF).

## Références bibliographiques

Benites-Gambirazio, E., & Bonneval, L. (2021), « Promouvoir un dispositif d'incitation fiscale à l'investissement locatif », *Gouvernement et action publique*, vol. 10, n°4, pp. 137–160.

Benites-Gambirazio, E., & Bonneval, L. (2022), « Housing as asset-based welfare. The case of France », *Housing Studies* [in press].

Bigorgne, M., & Le Corre, T. (2021), « Une tentative de financiarisation du logement en France », *Métropolitiques*, 15 mars 2021.

Bono, P.-H., & Trannoy, A. (2019), The Impact of the 'Scellier' Income Tax Relief on Building Land Prices in France », *Economie et Statistique*, vol. 507, n°1, pp. 91–114.

Debruyne, N. (2023), « Investisseurs institutionnels : à quand le retour dans l'immobilier résidentiel ? », *Adéquation, Filière & écosystème*, 6 décembre 2023.

- Deniau, F.-X., Bégassat, L., Krieff, D., Guillou, A., Maréchal-Dereu, C., & Apers, E. (2019), *Évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel*, rapport IGF, CGEDD, Paris, 70p.
- Dupré, O., Dussart, O., & Guerrini, S. (2018), « L'investissement locatif défiscalisé. Facteur de fragilisation des copropriétés », *Revue foncière*, n°25, p. 22-25.
- Emont, G., & Dumont, S. (2016), « Cinq types de dynamique urbaine », *Population & Avenir*, n°729, pp. 4-7.
- Emont, G., & Dumont, S. (2023), *Habiter la France Urbaine - du Grand Paris aux Territoires*, Paris, Economica, 160 p.
- Estrosi Sassone, D. (2017), *Faire revenir les investisseurs institutionnels sur le marché locatif résidentiel : quelles perspectives*, rapport d'information n°180, Paris, Sénat, 28 p.
- Friggit, J. Prix de l'immobilier d'habitation sur le long terme, en ligne, janv. 2024
- Guerrini, S., & Mertigny, P. (2017), « Les aides fiscales à l'investissement locatif : les termes du débat », *Revue foncière*, n°16, pp. 26-31.
- Guerrini, S., & Schaefer, J.-P. (2019), « Tax incentives for households in favour of investment in rental housing in France », *Housing Finance International*, winter 2019, pp. 18-23.
- Halbert, L. (2018), « Infrastructures financières et production urbaine : quatre circuits de financement de l'immobilier locatif en France métropolitaine », *Espaces et sociétés*, n°174, pp. 71-86.
- IGF, CGEDD, *Évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel*, nov. 2019.
- Jevakhoff, A., Constanso, V., Dutruel, C., Texier, L., Leblanc Laugier, M., Bégassat, L., et al. (2021), *Développement de l'offre de logement locatif intermédiaire par les investisseurs institutionnels*, rapport IGF, CGEDD, Paris, 148 p.
- Kireche, N. (2023). « Dans les métropoles françaises, un parc locatif capté par des 'particuliers professionnalisés' ». *Métropolitiques*, 23 janvier 2023.
- Le Brun, P. (2022), « L'État dans la régulation locale : le cas des aides fiscales à l'investissement locatif des ménages en France », *Revue d'Économie Régionale & Urbaine*, 2022/5, pp. 827-841.
- Lei, R. (2023), *The dynamics of property ownership with spatial markets and policies*, these de doctorate en économie, soutenue le 26 mai 2023, université Bourgogne - Franche-Comté.
- Madec, P. (2022), « Dispositif Pinel : stop ou encore ? » *Politique du logement*, 29 octobre 2022.
- Nappi-Choulet, I. (2012), « Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier », *Esprit*, 2012/1, pp. 84-95.

Pollard, J. (2018), *L'État, le promoteur et le maire : la fabrication des politiques du logement*, Presses de Sciences Po, Paris, 211 p.

Scellier, F., & Le Bouillonnet, J.-Y. (2008), *Evaluation des dispositifs fiscaux d'encouragement à l'investissement locatif*, rapport d'information n°1088, Paris, Assemblée nationale, 57 p.

Vergriete, P. (2013), *La ville fiscalisée : politiques d'aide à l'investissement locatif, nouvelle filière de production du logement et recomposition de l'action publique locale en France (1985-2012)*, thèse de doctorat en aménagement, soutenue le 7 janvier 2013, université Paris Est.