

Dans quels cas les capacités d'emprunt des logements sociaux permettraient-elles de mobiliser davantage de fonds que le recours à la vente ?

En moyenne, le produit de la vente à l'unité d'un logement social représente l'équivalent d'un peu plus de 20 années de loyers. La vente consiste donc pour le bailleur à recevoir en une seule fois plusieurs années de loyers. Mobiliser les capacités d'emprunts liées aux loyers présents et futurs d'un logement initialement destiné à la vente, permettrait dans certains cas d'avoir le même impact sur la croissance du parc social que lors d'une vente et ce sans les difficultés qui y sont associées (création et gestion de copropriétés, commercialisation, retrait du parc social de logements attractifs supports de politiques d'attribution visant la mixité sociale).

De façon agrégée, pour obtenir l'équivalent de ce que génère l'activité de vente (soit 740 M€ d'encaissement net en 2017), il faudrait mobiliser les capacités d'emprunt de 12 000 à 34 000 logements selon les différents scénarii, soit entre 0,3 % et 0,7 % du parc, avec un scénario moyen à environ 17 000 logements ; et ce tout en conservant les logements dans le parc social. Contrairement à la vente dont un certain nombre de freins limite son développement, peu de contraintes limitent l'utilisation de la capacité d'emprunt des logements (la principale contrainte étant la soutenabilité de la dette d'un bailleur). Un pourcentage beaucoup plus important du parc que dans le cas de la vente, pourrait donc être mobilisé, permettant *in fine* d'obtenir davantage de fonds.

La vente de logements sociaux à l'unité poursuit deux objectifs principaux : développer l'accession sociale à la propriété de locataires du parc social et permettre aux bailleurs de dégager des fonds propres pour financer de nouveaux logements. L'étude sur la vente de logements des bailleurs sociaux à des personnes physiques réalisée par le cabinet 1630 Conseil pour le compte de l'ANCOLS, a mis en exergue plusieurs freins à la vente. En outre, la vente se fait au profit d'un locataire du parc social dans seulement un cas sur deux. Enfin, la vente à l'unité est un processus complexe pour les bailleurs : sélection des logements, création le cas échéant de copropriétés, gestion d'une activité commerciale, etc. Au-delà des problématiques d'accession sociale à la propriété, il peut donc être légitime de se demander si la vente à l'unité de logements sociaux constitue une source de financement pertinente pour développer le parc social.

La présente note s'inscrit dans le prolongement de l'étude publiée en octobre 2019 et vise à présenter les méthodes développées et les résultats obtenus par l'Agence qui l'ont amenée à conclure dans cette étude que le recours à l'emprunt serait une source de financement plus efficace que la vente¹.

¹ Pour une analyse plus générale des capacités d'emprunts des bailleurs, voir le *Rapport Public Annuel de Contrôle 2018* (RPAC 2018) de l'ANCOLS (pages 178 à 180).

DANS QUELS CAS LES BAILLEURS PEUVENT-ILS AVOIR INTERET A AVOIR RECOURS A L'EMPRUNT AU LIEU DE VENDRE POUR DEVELOPPER LEUR PARC ?

Le cas moyen

Le produit d'une vente représente en moyenne l'équivalent de 20,6 années de loyers². A cette somme, il faut déduire les frais de commercialisation (estimés à 5 %³ du produit de la vente, soit l'équivalent d'une année de loyers), et le remboursement anticipé des emprunts adossés au logement vendu (estimés à 15 %⁴ du produit de la vente, soit un peu plus de 3 années de loyers). Le produit de la vente net d'un logement vendu correspond donc à 16,5 années de loyers (Figure 1).

Figure 1 : Schéma synthétisant le passage de 20,6 ans de loyers (produit de la vente lié à la vente d'un logement) à 16,5 ans de loyers (encaissement net), exprimé en années de loyers



Sources : RPLS et Rapport sur la vente HLM (Cabinet 1630 Conseil - ANCOLS, 2019)

D'après les bailleurs sociaux, la vente d'un logement permet en moyenne de financer 3 nouveaux logements⁵, c'est-à-dire d'apporter des fonds propres nécessaires au financement de 3 nouveaux logements. L'accroissement net du parc social grâce à une vente est donc de 2 logements puisque le logement vendu sort du parc social. En cas de recours à l'emprunt, le logement est conservé dans le parc social : seuls 2 logements sont à financer pour que le recours à l'emprunt aboutisse au même résultat qu'une vente (Figure 2)⁶.

² Source : RPLS. Le produit de la vente des logements vendus en 2017 était de l'ordre de 110 000 € par logement.

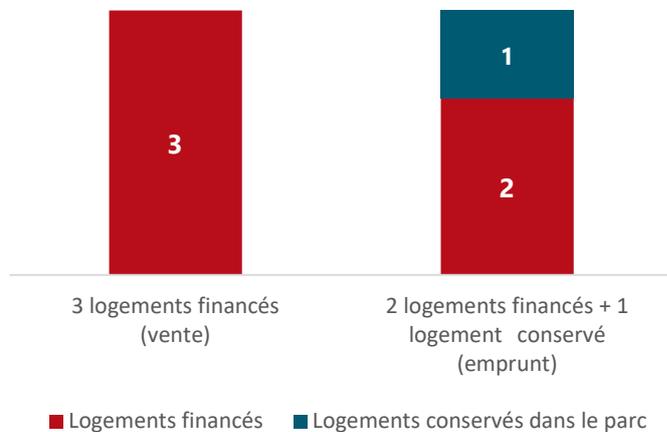
³ Ces frais sont estimés par les bailleurs entre 5 % et 10 %, avec une moyenne à 6 % (Cabinet 1630 Conseil - ANCOLS, 2019). Dans le modèle, le pourcentage retenu est de 5 %, correspondant à la borne basse des réponses apportées par les bailleurs dans l'étude.

⁴ Source : Cabinet 1630 Conseil - ANCOLS, 2019

⁵ Plus d'un bailleur sur deux déclare que la vente d'un logement permet de construire ou acquérir 3 logements (Cabinet 1630 Conseil - ANCOLS, 2019). La mission IGF-CGEDD ayant rédigé le rapport sur *La diversification des sources de financement du secteur du logement social* (Wendling et al., 2019) a elle aussi estimé que la vente permettait de financer trois logements, soit un accroissement net du parc social de 2 logements.

⁶ Ici, les fonds obtenus seraient utilisés dans le montage du financement des deux logements comme s'ils étaient des fonds propres, leur remboursement n'étant pas adossé aux loyers générés par l'opération mais bien adossé aux loyers des logements initialement destinés à la vente (voir pour plus de détails l'encadré méthodologique).

Figure 2 : Pour une vente permettant de financer 3 nouveaux logements, seuls 2 nouveaux logements doivent être financés si le logement initialement destiné à être vendu, est conservé dans le parc social



La vente permet donc dans ce cas :

- D'accroître le parc de 2 nouveaux logements,
- De rembourser les anciens emprunts ayant permis la construction ou l'acquisition du logement non encore remboursés au moment de la vente.

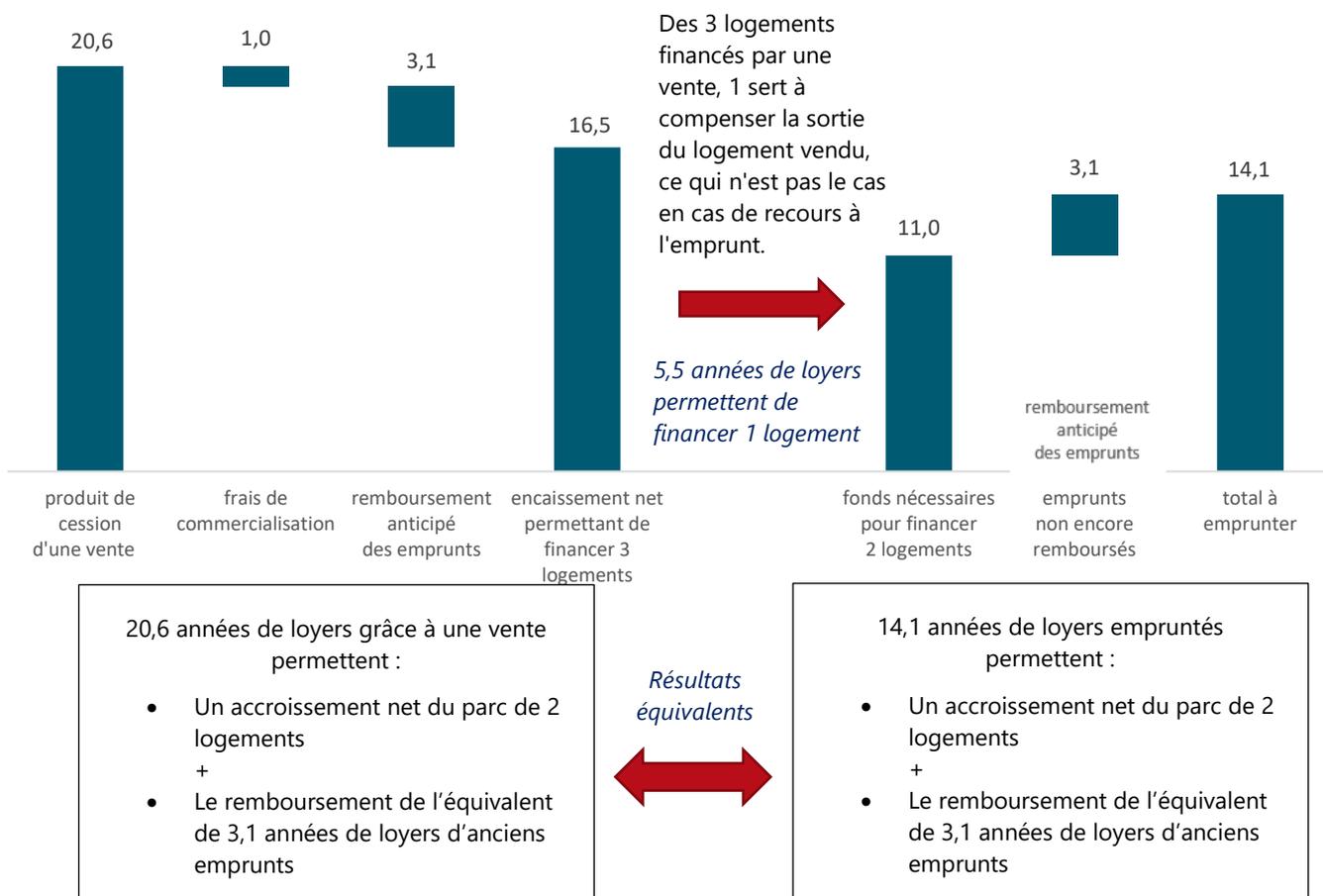
Pour que la comparaison entre vente et emprunt soit équivalente, il faut donc que le montant emprunté permette non seulement de construire deux nouveaux logements mais aussi de rembourser de façon anticipée la part non encore amortie des emprunts ayant initialement permis de construire ou d'acquérir le logement :

- *Accroissement net du parc* : si l'équivalent de 16,5 ans de loyers permet de financer 3 logements, il faut proportionnellement l'équivalent de 5,5 ans de loyers pour financer un nouveau logement. En cas de recours à l'emprunt sans vente pour accroître le parc de deux logements, il suffit d'emprunter la somme nécessaire pour financer deux logements, soit l'équivalent de 11 ans de loyers.
- *Remboursements anticipés d'emprunts* : le remboursement représente l'équivalent de 3,1 années de loyers, cette somme doit donc être incluse dans le montant du nouvel emprunt. Il serait cependant possible de ne pas rembourser de façon anticipée les anciens emprunts. Dans le premier cas, on a un unique emprunt représentant 14,1 années de loyers (11 ans de loyers pour les deux logements + 3,1 ans de loyers pour rembourser l'ancien emprunt). Dans le second cas, on a un ancien emprunt dont le capital restant à rembourser est de 3,1 années de loyer et un nouvel emprunt dont le montant est égal à 11 années de loyers puisqu'il ne sert qu'à financer deux nouveaux logements. Dans les deux cas, l'« endettement » total du logement sera de 14,1 années. L'intérêt d'avoir recours à un nouvel emprunt dont une partie des fonds sert à rembourser les emprunts précédents est de ne pas avoir à intégrer dans le modèle les échéanciers et la dynamique de remboursement de l'ancien emprunt⁷. Plus généralement, cela permet de déterminer quel montant d'emprunt permet d'arriver exactement au même résultat que la vente, à savoir deux nouveaux logements et le remboursement des anciens emprunts.

In fine, vendre pour un montant égal à 20,6 ans de loyers est équivalent en termes de résultats (un accroissement net du parc social de deux logements et remboursement anticipé des anciens emprunts du logement) à emprunter pour un montant égal à 14,1 ans de loyers (Figure 3).

⁷ Le fait de ne pas avoir à intégrer les échéanciers et la dynamique de remboursement de l'ancien emprunt constitue la différence clé entre les deux situations (un nouvel emprunt ne servant qu'à financer les deux nouveaux logements ou bien un nouvel emprunt servant à financer les deux nouveaux logements et à rembourser les anciens emprunts). La deuxième situation est plus générale (pour plus de détails, voir l'encadré méthodologique expliquant pourquoi le recours à un nouvel emprunt pour en partie l'utiliser à rembourser un ancien, constitue une approche plus générale et a donc été celle retenue dans cette note).

Figure 3 : Schéma synthétisant le fait qu'une vente dont le produit est égal à 20,6 années et permettant de financer 3 logements est équivalente à emprunter l'équivalent de 14,1 années de loyers sans vendre le logement



Sources : RPLS et Rapport sur la vente HLM (Cabinet 1630 Conseil - ANCOLS, 2019)

L'emprunt, dont les fonds seraient utilisés comme l'équivalent de fonds propres dans le montage du financement des nouveaux logements⁸, serait adossé sur la marge produite par les loyers générés par le logement initialement destiné à la vente. La marge moyenne est estimée à 41 %, une fois déduits les frais de fonctionnement et charges, les impayés et en intégrant l'impact de la réduction de loyers de solidarité (RLS)⁹.

Les conditions d'un emprunt dépendent du montant emprunté, des annuités de remboursement, de la durée et du taux d'intérêt. Dans le cas présent, deux paramètres sont fixés : le montant de l'emprunt (l'équivalent de 14,1 années de loyers) et la capacité de remboursement (41 % du loyer). Il s'agit donc de déterminer pour chaque durée d'emprunt possible le taux d'intérêt d'équilibre ou limite, celui en-dessous duquel le recours à l'emprunt est préférable à la vente à l'unité et au-dessus duquel la vente est préférable à l'emprunt. La capacité de remboursement correspond cependant à un pourcentage du loyer, loyer qui évolue avec le temps ; elle n'est donc pas constante. En supposant néanmoins dans un premier temps des loyers constants au cours du temps, pour un emprunt équivalent à 14,1 années de loyers avec une marge par logement de 41 %, le taux d'intérêt d'équilibre varie de -0,9 % pour un emprunt sur 30 ans à 1,6 % sur 50 ans, le taux à 40 ans étant de 0,8 % (Figure 4). Ce résultat peut être interprété de la façon suivante : si les loyers restaient inchangés sur toute la période, alors il faudrait pouvoir emprunter sur 40

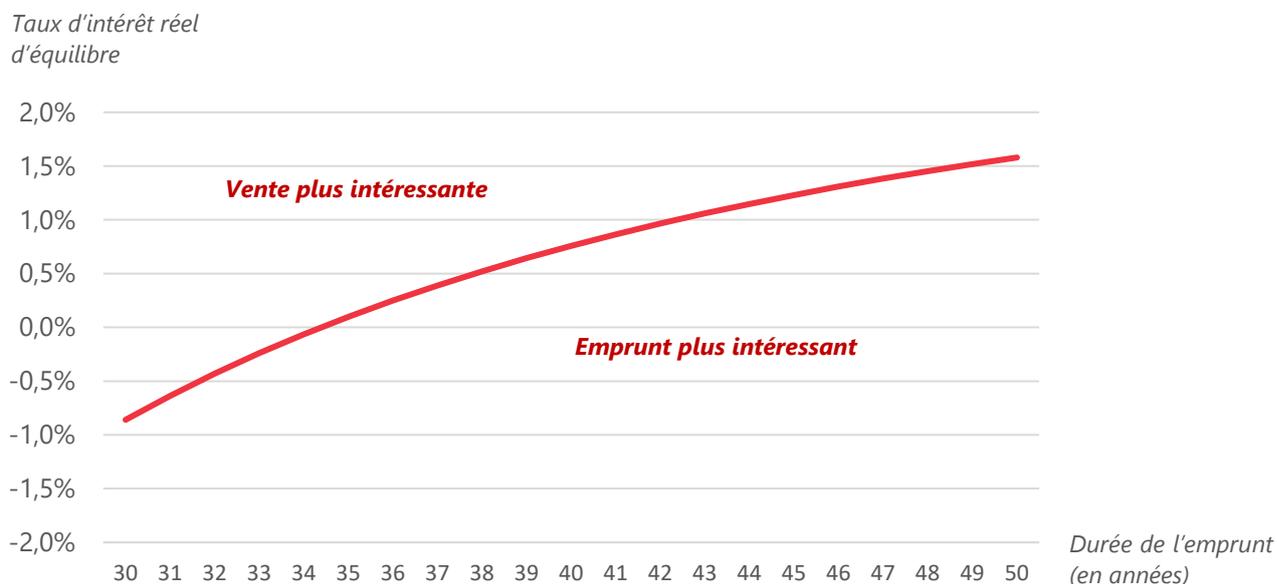
⁸ Pour rappel, le remboursement sera adossé non pas sur les nouveaux logements mais sur ceux initialement destinés à être vendus.

⁹ Voir encadré méthodologique pour le détail des hypothèses.

ans l'équivalent de 14,1 années de loyers à un taux inférieur à 0,8% pour que l'emprunt soit plus intéressant que la vente.

Les taux d'intérêt ainsi obtenus correspondent à des taux d'intérêt dits réels dans la mesure où les effets liés à l'inflation (qui dans le cas présent correspondent à l'évolution des loyers) sont neutralisés : en effet les loyers sont ici supposés rester inchangés.

Figure 4 : Taux d'intérêt réel d'équilibre entre vente et emprunt selon la durée d'emprunt



Note de lecture : à 38 ans, le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 0,5 %, autrement dit, si le bailleur trouve un prêteur disposé à lui prêter à un taux d'intérêt réel inférieur à celui-ci, le bailleur aura plus intérêt à emprunter qu'à vendre.

En intégrant l'évolution des loyers¹⁰ au cours du temps dans le modèle, on obtient une seconde courbe correspondant au taux d'intérêt nominal¹¹ d'équilibre. Schématiquement, cette courbe correspond à la somme du taux d'intérêt réel et de l'évolution estimée des loyers¹². Dans le cas d'une évolution des loyers de 1 % par an, si un bailleur obtient un emprunt dont le taux nominal est inférieur ou égal à 1,1 % sur une durée de 35 ans ou 2,2 % sur 45 ans, alors il aura intérêt à emprunter et adosser les remboursements aux loyers du logement plutôt que de vendre le logement pour en financer 3 nouveaux (Figure 5 et

Figure 6). Dans le cas contraire, la vente est préférable *toute chose égale par ailleurs*. Actuellement, avec les taux particulièrement bas, emprunter à un taux de 2,2 % à 45 ans n'est pas impossible, à l'inverse obtenir 1,1 % à 35 ans reviendrait à emprunter à des taux très proches de ceux auxquels l'Etat français s'endette¹³.

¹⁰ L'évolution des loyers correspond aux revalorisations annuelles et dans le cas des relocations à la hausse ou baisse éventuelle de loyers.

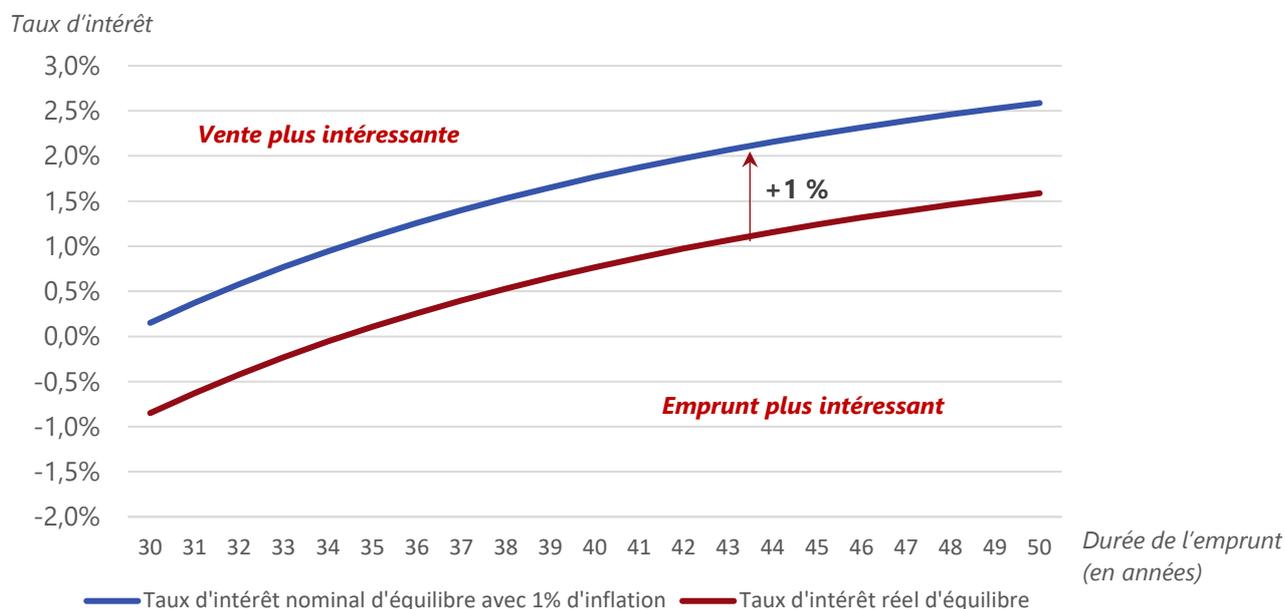
¹¹ Le taux d'intérêt nominal est celui qui figure sur le contrat.

¹² Le taux d'intérêt réel correspond au taux d'intérêt une fois exclus les effets de l'inflation. La différence entre les deux taux peut être approximée par le taux d'inflation. Mathématiquement, on a $(1+i) = (1+ifl) \times (1+r)$ avec i pour taux d'intérêt nominal, r pour taux d'intérêt réel et ifl pour inflation. Or $(1+ifl) \times (1+r) = (1+r+ifl+r \times ifl)$ ce qui peut être approximé quand l'inflation et/ou les taux d'intérêts réels sont bas par $(1+r+ifl)$ et donc $(1+i) \approx (1+r+ifl)$, soit $i = r + ifl$. Ainsi, si 100€ sont prêtés pendant un an au taux de 2 % mais que l'inflation est de 1 %, les 102€ finalement remboursés ne « vaudront » que 101€ une fois l'inflation déduite (sans la simplification, la valeur exacte obtenue est de 100,99€).

¹³ La moyenne journalière des taux de l'OAT 30 ans sur le second semestre 2019 était de 0,8 %. Voir dans l'encadré méthodologique une analyse de l'impact de la crise du Covid-19 sur les conclusions de l'étude.

En cas d'emprunt à taux variable adossé à l'inflation, le taux d'intérêt réel correspond à la composante fixe du taux¹⁴. Le taux d'intérêt réel d'équilibre sera là aussi le taux en-deçà duquel le bailleur aura intérêt à emprunter et au-delà duquel il aura intérêt à vendre.

Figure 5 : Taux d'intérêt réel d'équilibre et taux d'intérêt nominal d'équilibre avec une évolution annuelle des loyers de 1 %



Note : Le taux d'intérêt nominal correspond presque au taux d'intérêt réel auquel est ajoutée l'inflation (ici l'évolution annuelle des loyers), d'où le fait que le décalage entre les deux courbes soit égal au taux d'évolution annuelle des loyers.

Figure 6 : Taux d'intérêt nominaux d'équilibre selon différentes durées d'emprunts et hypothèses d'évolution des loyers

		Durée de l'emprunt		
		35 ans	40 ans	45 ans
Emprunt équivalent à 14,1 années de loyers et marge de 41 %	Taux d'intérêt réel d'équilibre	0,1 %	0,8 %	1,2 %
	Taux d'intérêt nominal d'équilibre (évolution annuelle des loyers estimée à 0,5 %) ¹⁵	0,6 %	1,3 %	1,7 %
	Taux d'intérêt nominal d'équilibre (évolution annuelle des loyers estimée à 1 %) ¹⁶	1,1 %	1,8 %	2,2 %
	Taux d'intérêt nominal d'équilibre (évolution annuelle des loyers estimée à 1,3 %) ¹⁷	1,4 %	2,1 %	2,5 %

Note : les calculs tiennent compte des remboursements anticipés des emprunts adossés au logement.

Note de lecture : si un bailleur obtient un emprunt dont le taux d'intérêt nominal est inférieur au taux d'évolution des loyers + 0,8 point sur 40 ans, alors emprunter à 40 ans en adossant les remboursements aux marges générées par les loyers d'un logement est plus intéressant que de vendre ce logement.

¹⁴ En toute rigueur, il faut aussi déduire l'écart estimé entre l'inflation et l'évolution des loyers. Si les loyers évoluent plus lentement que l'inflation et que l'emprunt est adossé à l'inflation, le taux d'intérêt réel correspond à la composante fixe du taux d'intérêt à laquelle s'ajoute l'écart entre l'inflation et l'évolution des loyers.

¹⁵ Taux annuel moyen observé entre 2015 et 2019 (données RPLS).

¹⁶ Evolution annuelle de l'IRL au deuxième trimestre entre 2010 et 2019 (source : INSEE).

¹⁷ Taux d'inflation actuellement estimé pour la Zone Euro à 30 ans (le chiffre pour la seule France n'étant pas disponible). Ce chiffre est obtenu en regardant le point mort d'inflation qui correspond au différentiel de rendements entre une OAT à 30 ans et une OATi€ (c'est-à-dire indexée sur l'inflation de la Zone Euro) à 30 ans elle aussi. Pour plus d'information : www.aft.gouv.fr

Même si le recours à l'emprunt conduit à un accroissement de la dette des bailleurs, le fait que le remboursement soit adossé sur les marges générées par les loyers présents et futurs garantit la soutenabilité de cette dette additionnelle¹⁸.

Généralisation du cas

Le cas d'une vente générant un produit équivalent à 20,6 années de loyers et permettant de construire 3 nouveaux logements est un cas moyen : un tiers des bailleurs interrogés dans l'étude a déclaré que la vente permettait de financer jusqu'à 4 logements¹⁹ ; dans ce cas, l'accroissement net du parc serait donc de 3 logements. En outre, le nombre d'années de loyers perçus lors d'une vente varie également : dans 21 % des cas, la vente a représenté moins de 15 années de loyers, contre plus de 30 ans de loyers pour 8 % des ventes (1630 Conseil et ANCOLS, 2019).

Quand la vente représente l'équivalent de 15 années de loyers, l'emprunt constitue clairement pour le bailleur une option plus intéressante que la vente au-delà bien entendu des considérations d'accession sociale à la propriété, de stratégie patrimoniale et sous réserve d'une vacance limitée : le taux d'intérêt réel d'équilibre à 35 ans s'établit à 2,0 % si 3 nouveaux logements sont financés grâce à la vente d'un logement (accroissement net du parc de 2 logements), à 1,4 % avec 4 nouveaux logements financés (accroissement net du parc de 3 logements) (Figure 7). En supposant une évolution moyenne des loyers de 1 % par an sur la période, le taux d'intérêt nominal d'équilibre à 35 ans est de 3,0 % pour 3 logements financés, 2,4 % pour 4 logements financés, des taux supérieurs d'au moins 1 point aux OAT de maturité équivalente.

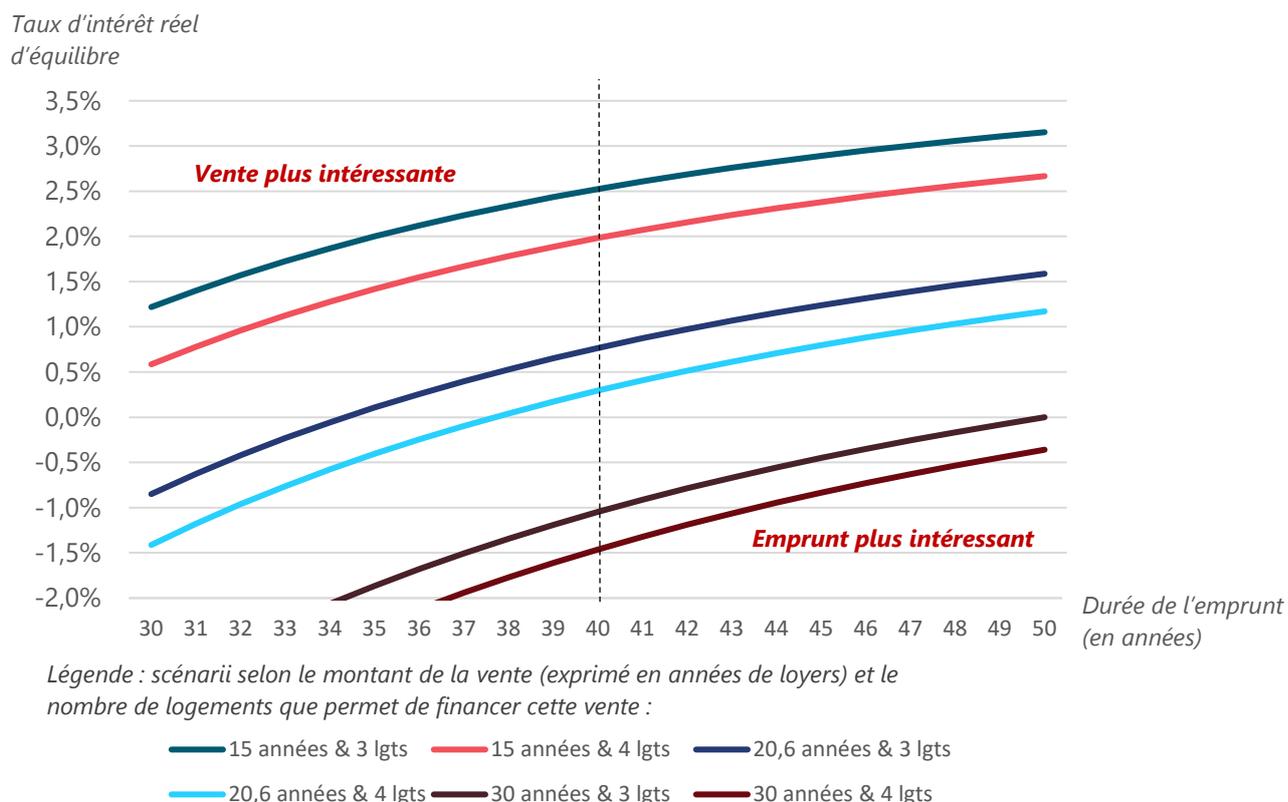
A l'opposé, la vente s'avère plus intéressante que l'emprunt lorsque le produit de la vente est équivalent à 30 années de loyers : le taux d'intérêt réel d'équilibre pour un emprunt d'une durée de 40 ans est de -1,0 % pour 3 nouveaux logements financés par une vente (-1,5 % pour 4 nouveaux logements financés) et demeure négatif y compris à un horizon de 50 ans (Figure 7). L'emprunt ne sera donc intéressant que si le taux d'intérêt nominal proposé à 40 ans est négatif ou proche de 0, situation à l'heure actuelle impossible (Figure 7 et Figure 8).

Néanmoins, les ventes dont le produit brut représente plus de 30 années de loyers, ont principalement lieu dans les zones tendues, territoires où le coût du foncier peut conduire à ce que même en obtenant une forte plus-value sur le logement, vendre cher ne permette pas de financer davantage de logements. En outre, ces logements étant souvent loués à des niveaux de loyers moindres que les autres logements vendus (Figure 9), la question peut se poser de savoir si le bailleur sera en mesure d'accroître l'offre de logements tout en offrant des loyers aussi bas que ceux des logements vendus.

¹⁸ Pour plus de détails sur l'impact sur le ratio d'endettement des bailleurs selon que l'OLS vende ou ait recouru à l'emprunt, voir l'encadré méthodologique.

¹⁹ Le rapport du CGEDD (Leblanc-Laugier M *et al.*, septembre 2014) cité par le rapport sur *La diversification des sources de financement du secteur du logement social* (Wendling *et al.*, 2019) arrive au même résultat. Avec l'équivalent de 4 années de loyers, on obtient environ 18 000€, ce qui représente 12 % du coût moyen des nouvelles opérations, comparable à la part des fonds propres mis dans le financement des nouvelles opérations en 2017 (Harmonia : total des Opérations locatives en cours 2017 : 13 %).

Figure 7 : Taux d'intérêt réel d'équilibre entre vente et emprunt selon différents scénarii (montants de la vente exprimés en années de loyers et nombre de logements financés à partir d'une vente)



Note de lecture : à 40 ans, le taux d'intérêt réel d'équilibre dans le cas d'une vente représentant 15 années de loyers et permettant de financer 3 nouveaux logements (courbe orange) est de 2,5 %. Si le bailleur trouve un prêteur disposé à lui prêter à un taux d'intérêt réel inférieur à celui-ci, le bailleur a plus d'intérêt à emprunter qu'à vendre.

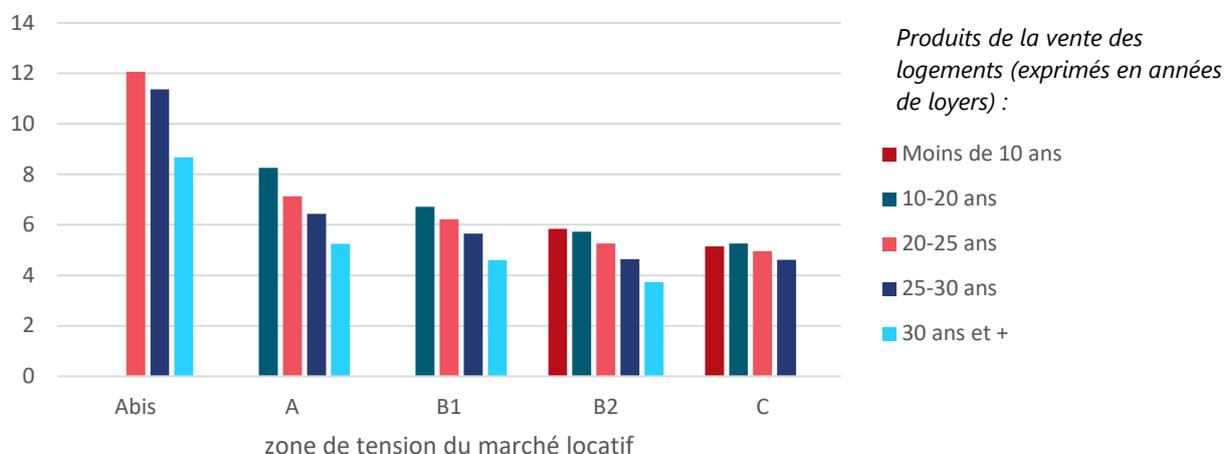
Figure 8 : Taux d'intérêt nominal d'équilibre à 40 ans selon différents taux d'inflation et selon le nombre de logements financés par une vente

Scénario selon le montant de la vente (remboursement de l'emprunt sur 40 ans)		Equivalent en années de loyers perçus lors de la vente d'un logement		
		15 ans	20,6 ans	30 ans
Emprunt nécessaire pour financer 2 nouveaux logements (situation équivalente à une vente permettant de financer 3 nouveaux logements)	Taux d'intérêt réel	2,5 %	0,8 %	-1,0 %
	Taux d'intérêt nominal (évolution annuelle des loyers estimée à 0,5 %)	3,0 %	1,3 %	-0,5 %
	Taux d'intérêt nominal (évolution annuelle des loyers estimée à 1 %)	3,5 %	1,8 %	0 %
	Taux d'intérêt nominal (évolution annuelle des loyers estimée à 1,3 %)	3,8 %	2,1 %	0,3 %
Emprunt nécessaire pour financer 3 nouveaux logements (situation équivalente à une vente permettant de financer 4 nouveaux logements)	Taux d'intérêt réel	2,0 %	0,3 %	-1,5 %
	Taux d'intérêt nominal (évolution annuelle des loyers estimée à 0,5 %)	2,5 %	0,8 %	-1,0 %
	Taux d'intérêt nominal (évolution annuelle des loyers estimée à 1 %)	3,0 %	1,3 %	-0,5 %
	Taux d'intérêt nominal (évolution annuelle des loyers estimée à 1,3 %)	3,3 %	1,6 %	-0,2 %

Note : le modèle tient compte des remboursements anticipés des emprunts adossés au logement non encore remboursés.

Figure 9 : Moyenne des loyers au m² de surface habitable (SH) au 1^{er} janvier de l'année de la vente du logement, selon la zone de tension et le montant de la vente (exprimé en années de loyers)

Loyers au m² de surface habitable (en €)



Source : RPLS

Champ : logements vendus à l'unité entre 2014 et 2017.

Note : seuls les cas où au moins 50 ventes ont été recensées entre 2014 et 2017 apparaissent.

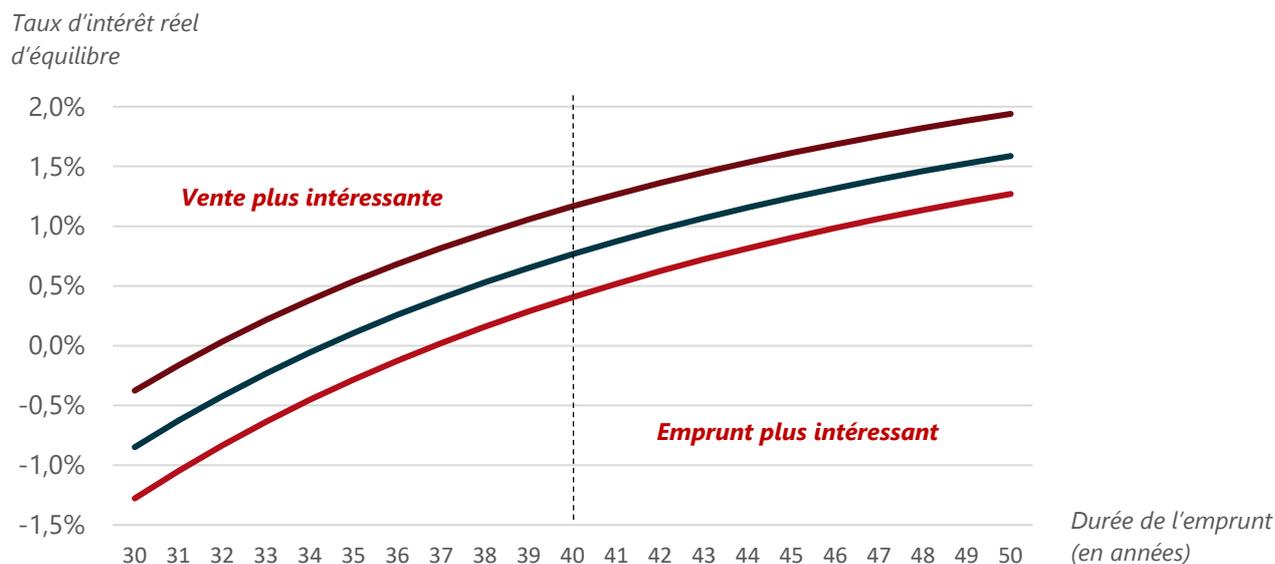
Note de lecture : les logements situés en zone Abis et dont le produit de la vente a dépassé les 30 années de loyers étaient en moyenne loués un peu plus de 8 €/m², contre 12 € du m² pour les logements dont le montant de la vente équivalait à 20-25 ans de loyers.

Par ailleurs, plus la part des emprunts non encore remboursés et adossés au logement est élevée, plus le nouvel emprunt devra être important pour couvrir le remboursement anticipé de ces anciens emprunts tout en permettant de financer les nouveaux logements²⁰. Pour un même logement dont le loyer génère une marge donnée et pour une période donnée, emprunter davantage n'est possible que si le taux d'intérêt est plus faible. Ainsi, pour une durée d'emprunt fixée à 40 ans, le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 1,2 % pour un logement dont tous les emprunts initiaux auraient été remboursés, de 0,8 % dans le cas moyen où 15 % de l'emprunt initial reste à rembourser et 0,4 % dans le cas où 30 % de l'emprunt initial du logement ne seraient pas encore remboursés (Figure 10)²¹.

²⁰ Pour rappel, le modèle est construit en supposant que le nouvel emprunt rembourse les anciens emprunts mais la situation est presque équivalente (du moins jamais plus favorable) au scénario consistant à conserver l'ancien emprunt et à emprunter un peu moins lors du nouvel emprunt. Voir encadré méthodologique.

²¹ A noter que l'impact des emprunts est indirectement minoré dans le modèle présenté ici dans la mesure où il est fait l'hypothèse que dans tous les cas, trois logements peuvent être financés. Si 3 logements peuvent être financés à chaque fois, cela revient à dire que le coût pour financer un logement diminue à mesure que l'emprunt initial est élevé : une part plus importante du produit de la vente est affectée au remboursement anticipé des emprunts initiaux, l'encaissement net en est donc réduit et par la même l'argent qui peut être mis pour financer les nouveaux logements. Si les logements coûtent moins cher, moins d'argent est à emprunter, raison pour laquelle le modèle tend à minorer l'impact des emprunts initiaux dans l'arbitrage vente/emprunt.

Figure 10 : Taux d'intérêt réel d'équilibre entre vente et emprunt selon différents scénarii dépendant de la part des emprunts initiaux du logement non encore remboursés



Légende : scénarii selon le montant de la vente (exprimé en années de loyers) et la part des emprunts ayant permis l'acquisition ou la construction du logement non encore remboursés au moment de la vente (exprimée en pourcentage du produit de la vente) :

— 20,6 années & 0% — 20,6 années & 15% — 20,6 années & 30%

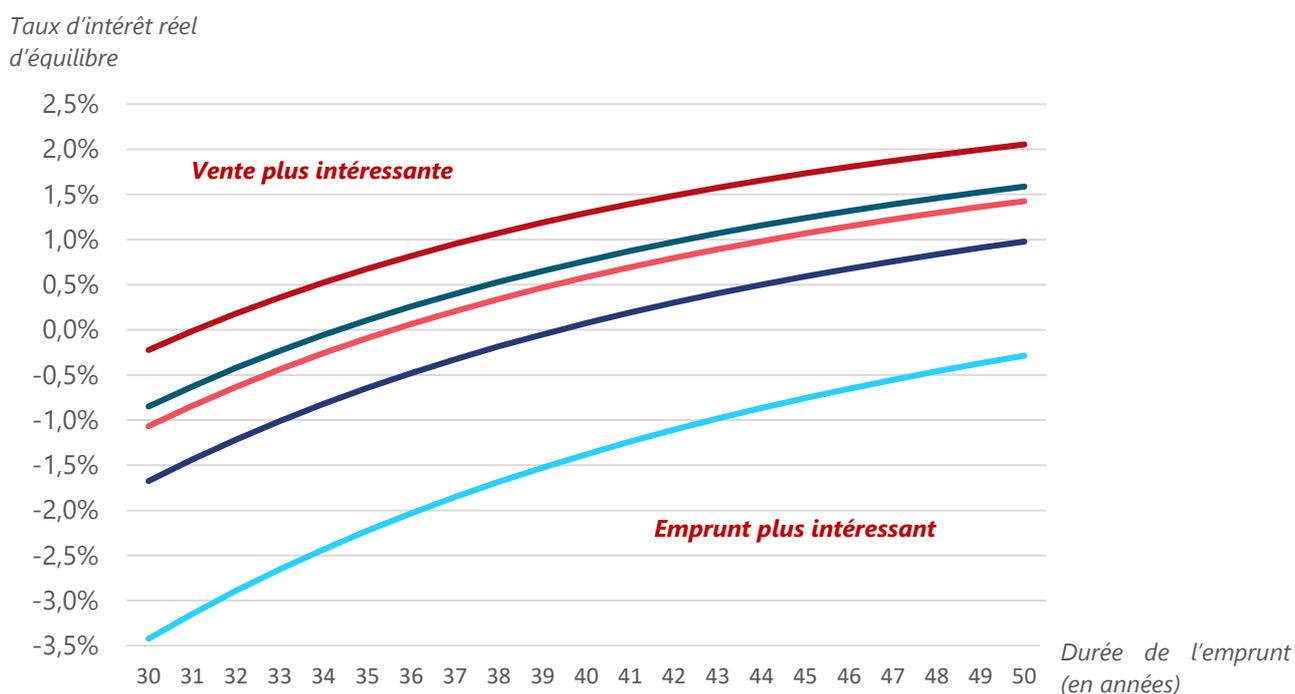
Note de lecture : dans le cas d'une vente représentant 20,6 années de loyers et dont tous les emprunts initiaux du logement ont été remboursés, le taux d'intérêt réel d'équilibre à 40 ans est de 1,2 %. Si 15 % (respectivement 30 %) des emprunts n'ont pas encore été remboursés, il est de 0,8 % (respectivement 0,4 %). Il est logique que le taux d'intérêt d'équilibre baisse quand la part d'emprunt non encore remboursée augmente, à durée d'emprunt donnée. En effet les capacités d'emprunt adossées au logement sont d'autant plus faibles que la part d'emprunt non encore remboursée est importante, le taux d'intérêt de l'emprunt devra donc être bas pour que l'emprunt soit plus intéressant que la vente.

L'impact de la RLS sur les capacités d'emprunt d'un logement est fort : le taux d'intérêt réel d'équilibre de 1 % est obtenu pour un emprunt d'une durée de 37 ans pour un logement non soumis à la RLS, 42 ans avec un taux de RLS de 4,5 % (cas moyen) et est supérieur à 50 ans pour des taux de RLS supérieurs à 10 % du loyer (Figure 11)²².

Les bailleurs tendant à vendre des logements en moyenne moins sujets à la RLS (logements loués plus chers, davantage de PLI), une hypothèse de RLS correspondant à la moyenne globale de l'impact de cette mesure n'est donc pas infondée. Néanmoins, la RLS s'appliquant selon le ménage occupant le logement et non selon le logement, faire l'hypothèse d'une RLS nulle reviendrait à supposer qu'aucun locataire futur ne sera éligible à la RLS. Il est donc prudent d'intégrer une part de RLS même dans le cas de logements dont il est peu probable qu'ils soient occupés par des locataires éligibles à la RLS²³.

Enfin, il convient d'observer que la RLS s'appliquant plus souvent aux logements très sociaux, en cas d'arbitrage vente-emprunt, la vente est paradoxalement plus intéressante pour ces logements.

Figure 11 : Taux d'intérêt réel d'équilibre entre vente et emprunt selon différents taux de RLS



Légende : scénarii selon la part de RLS (présente et future) estimée dans le loyer du logement :

- Aucune RLS
- RLS à 4,5% (scénario moyen)
- RLS à 6% (RLS brute sans les compensations)
- RLS à 10%
- RLS à 20%

Note : hypothèses de vente correspondant à 20,6 années de loyers, 15 % des emprunts initiaux non encore remboursés et permettant de financer 3 nouveaux logements (donc accroissement net du parc de 2 logements).

Note : la RLS étant forfaitaire en fonction de la composition du ménage et de la zone de tension et non proportionnelle au loyer du logement, son taux effectif au logement peut varier considérablement. Il est ainsi possible d'estimer que la RLS représente une baisse de loyer d'au moins 20% pour un nombre minoritaire mais non négligeable de logements (voir encadré méthodologique).

²² La RLS étant forfaitaire en fonction de la composition du ménage et de la zone de tension et non proportionnelle au loyer du logement, son taux effectif au logement peut varier considérablement.

²³ Plus généralement, l'intérêt d'une telle démarche n'a de sens que si le bailleur vend plusieurs logements et donc que les différentes situations possibles sont réparties entre les différents logements mis en vente.

Conclusion

L'emprunt a d'autant plus de chance d'être plus intéressant que la vente, que la vacance et/ou le taux d'impayés, qui ont un impact négatif sur la marge dégagée, sont faibles. Il en est de même pour les coûts de fonctionnement. Néanmoins, pour ce dernier, même s'il semble plus intéressant pour un organisme qui connaît des coûts de charges et de maintenance élevés de vendre, celui-ci sera confronté lors du montage des nouvelles opérations à ces coûts et sera sans doute contraint de limiter le nombre de logements construits²⁴.

A l'opposé, plus les coûts de commercialisation seront élevés ou plus la durée de vacance des logements mis en vente et non reloués volontairement en attente d'un acheteur sera longue, moins la vente sera intéressante. A ce titre, 44 % des logements vendus entre 2015 et 2017 étaient laissés volontairement vides par les bailleurs au 1^{er} janvier de l'année de leur vente et parmi eux, 1 sur 3 était laissé volontairement vide depuis plus d'un an²⁵.

Selon la nature du parc du bailleur, la vacance des logements, les conditions d'emprunt proposées au bailleur, le prix auquel le logement pourra être vendu, ou bien encore la stratégie patrimoniale de l'OLS, la vente peut être un outil intéressant pour obtenir des fonds. Elle s'avère même plus intéressante que le recours à l'emprunt dans un certain nombre de cas. Néanmoins, elle nécessite la mise en place d'un processus complexe et à l'issue incertaine : sélection des logements, création le cas échéant de copropriétés et d'offre de syndics, commercialisation des logements, refus probable des locataires d'acheter²⁶, difficulté pour organiser une éventuelle mobilité interne pour les locataires non désireux de se porter acquéreur, vacance du logement en l'attente d'un acheteur...

Cette partie s'est attachée, pour un logement donné, à déterminer dans quel cas le recours à l'emprunt est plus favorable que la vente et inversement. La seconde partie tâche de voir de façon agrégée combien de logements doivent être mobilisés pour obtenir autant de fonds que la vente dans un contexte de taux d'intérêts et de durée d'emprunts fixés.

²⁴ A moins que les logements vendus soient ceux pour lesquels les coûts sont plus élevés que les autres logements du bailleur. Néanmoins, 91 % des bailleurs interrogés dans l'étude sur la vente HLM ont déclaré que le coût au logement restait inchangé (54 %) ou augmentait légèrement (37 %). La vente n'est donc pas vue comme un outil pour réduire les coûts au logement.

²⁵ Source : RPLS. Faute de données précises sur la durée de vacance volontaire liée au processus de vente, cet élément n'a pas été intégré au modèle, mais aurait conduit à favoriser davantage le recours à l'emprunt en intégrant certains des coûts indirects liés à la vente.

²⁶ 67 % des mises en vente de logements occupés n'aboutiraient pas en raison du refus des locataires de se porter acquéreur (1630 Conseil et ANCOLS, 2019).

MOBILISER LES CAPACITES D'EMPRUNT DE 0,3 % A 0,7 % DU PARC PERMETTRAIT D'OBTENIR L'EQUIVALENT DE L'ENCAISSEMENT NET DES VENTES DE 2017

Contrairement à la partie précédente qui visait à déterminer dans quels cas le recours à l'emprunt est plus intéressant que la vente (et inversement), la présente partie vise à déterminer combien de logements devraient être mobilisés pour obtenir autant de fonds que la vente, à savoir les 740M€ d'encaissement net en 2017 (1630 Conseil-ANCOLS, 2019), pour une durée d'emprunt, un taux d'intérêt nominal et un taux d'évolution annuelle des loyers donnés. Cette méthode offre l'avantage d'élargir le champ de l'analyse dans la mesure où la première partie considère que le produit de la vente est destiné exclusivement à la construction. Ici ne sont comparés que les montants obtenus sans préjuger de leur affectation.

En supposant un taux d'intérêt nominal de 2 % à 35 ans, une évolution annuelle des loyers de 0,5 % et une marge moyenne de 41 %, mobiliser 16 700 logements – dont les caractéristiques sont proches de ceux vendus²⁷ - permettrait d'obtenir autant de fonds que ce que permet la vente de 8 800 logements, et ce tout en conservant dans le parc social ces logements (Figure 12). Ces 16 700 logements correspondent à 0,4 % du parc.

En moyenne, les logements vendus étaient loués pour 5 600 €/an²⁸. Avec une marge supposée de 41 %, cela donne 2 300€ de capacité maximale de remboursement annuelle. Avec cette somme il est possible d'emprunter au maximum 61 600 € sur 35 ans à 2 %, si l'évolution annuelle des loyers est de 0,5 %. En supposant qu'à l'image des logements vendus, les emprunts encore non remboursés (ou capital restant dû) représentent l'équivalent de 3,1 années de loyer (soit 17 400 €), alors la capacité d'emprunt additionnelle est de 44 200 € (61 600€ - 17 400 €). Il faut donc 16 700 logements ayant une capacité additionnelle d'emprunt de 39 500 € pour emprunter 740 M€.

Si les emprunts ayant initialement servi à l'acquisition ou la construction du logement étaient complètement remboursés, seuls 12 000 logements seraient nécessaires. A l'inverse, si le capital restant dû correspondait à 6,7 ans de loyer²⁹, il en faudrait 30 100. Dans tous les cas, cela revient à mobiliser entre 0,3 % et 0,6 % du parc, avec un scénario moyen à 0,4 % du parc. De même, en retenant plutôt le loyer moyen des logements du parc social (4 900 € par an au lieu de 5 600 € pour les logements vendus) et en supposant que le capital restant dû représente l'équivalent de 3,1 années de loyer, alors environ 18 900 logements devraient être mobilisés (le résultat est d'environ 34 100 logements s'il représente l'équivalent de 6,7 ans de loyers).

Il est logique qu'il faille mobiliser davantage de logements pour obtenir l'équivalent de l'encaissement net de la vente. D'une part l'encaissement net n'intègre pas les sorties effectives du parc social et le coût pour simplement reconstituer l'offre de logements qui a été vendue. D'autre part, le taux de 2 % à 35 ans avec une évolution annuelle des loyers de 0,5 % - qui correspond à un taux d'intérêt réel de 1,5 % - est supérieur au taux d'intérêt réel d'équilibre en-dessous duquel le recours à l'emprunt est plus intéressant que la vente³⁰. Mais l'intérêt du recours à l'emprunt réside dans le fait qu'un nombre bien plus important de logements peut être mobilisé par rapport à la vente, et ce relativement facilement, et sans diminuer le nombre de logements du parc social. Ainsi, mobiliser 1 % du parc permettrait de mobiliser entre 1,0 Md€ et 2,9 Md€ avec un scénario moyen à 2,1 Md€, 2 % entre 2,0 Md€ et 5,8 M€ et 5 % entre 5,1 Md€ et 14,5 Md€ (Figure 13). La borne haute est construite à partir du scénario favorable (scénario 2 de la Figure 12) avec des logements dont la totalité des emprunts a été remboursée et dont la marge moyenne par an est de 2 300€. Ce scénario ne peut donc être extrapolé indéfiniment, dans la mesure où seule une faible partie du parc est dans cette situation. A l'inverse, la borne basse peut être extrapolée au-delà des 5 % dans la

²⁷ Un loyer moyen par an de 5 600 € et le capital restant dû des emprunts ayant initialement servi à l'acquisition ou la construction du logement représente ici aussi l'équivalent de 3,1 années de loyers.

²⁸ Il s'agit d'un loyer dans le cas où le logement serait loué toute l'année. Dans la marge moyenne, est incluse une part de vacance pour tenir compte des mois où le logement n'est pas loué. Voir encadré méthodologique pour plus de détails.

²⁹ L'endettement global des bailleurs (OPH et SA d'HLM) représentait en 2017 145Md€, soit l'équivalent de 6,7 années de loyer (produit des loyers 2017 : 21,6Md€) (Source : Harmonia). Prendre cette hypothèse revient donc à prendre l'endettement moyen par logement.

³⁰ Nettement inférieur à 1 % dans tous les différents scénarii présentés dans la première partie, à l'exception des ventes dont le produit de cession représenterait l'équivalent de 15 ans de loyer.

mesure où elle s'appuie sur le scénario moyen observé dans l'ensemble du parc social³¹. La principale limite réside dans la soutenabilité globale de la dette du bailleur³².

Figure 12 : Capacité d'emprunt totale et additionnelle d'un logement selon différents scénarii et nombre de logements à mobiliser pour emprunter 740M€ additionnels

	Scénario 1 Logement proche de ceux vendus - 5600€ loyer annuels -3,1 années de loyers de capital restant dû	Scénario 2 Logement proche de ceux vendus - 5600€ loyer annuels - aucun capital restant dû	Scénario 3 Logement proche de ceux vendus - 5600€ loyer annuels - 6,7 années de loyers de capital restant dû	Scénario 4 Logement moyen du parc social - 4900€ loyer annuels -3,1 années de loyers de capital restant dû	Scénario 5 Logement proche de ceux vendus - 4900€ loyer annuels - aucun capital restant dû	Scénario 6 Logement proche de ceux vendus - 4900€ loyer annuels - 6,7 années de loyers de capital restant dû
<i>En euros</i>						
Loyer annuel théorique ³³	5 600	5 600	5 600	4900	4900	4900
Marge moyenne	2 300	2 300	2 300	2000	2000	2000
Capacité maximale d'emprunt	61 600	61 600	61 600	54300	54300	54300
Capital restant dû	17 400	0	37 000	15200	0	32600
Capacité d'emprunt additionnel	44 200	61 600	24 600	39100	54300	21700

Nombre de logements à mobiliser pour obtenir 740M€	16 700	12 000	30 100	18 900	13 600	34 100
Part du parc à mobiliser pour obtenir 740M€ (en %)	0,4%	0,3%	0,6%	0,4%	0,3%	0,7%

Sources : RPLS, Harmonia et traitement des auteurs.

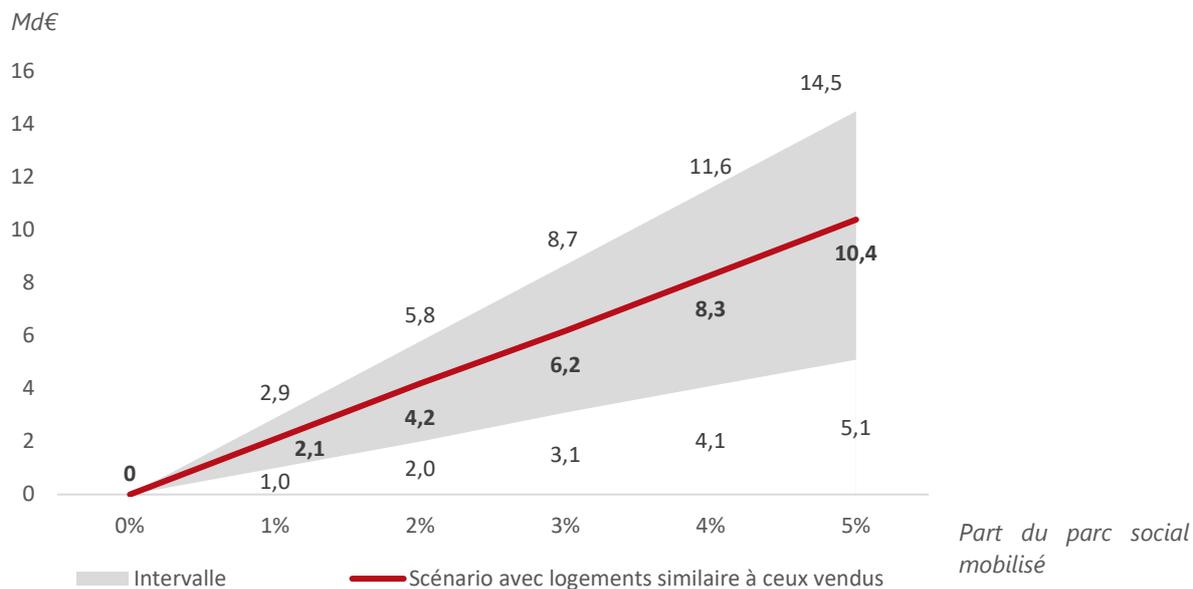
Note : le loyer annuel correspond au cas où le logement serait loué toute l'année. Dans la marge moyenne, est incluse une part de vacance pour tenir compte des mois où le logement n'est pas loué. Voir encadré méthodologique pour plus de détails. Le loyer annuel dans les 3 premiers scénarii a été calculé à partir du RPLS. Dans les trois second, il se base sur les données Harmonia et sur le RPLS.

³¹ Pour généraliser l'analyse à l'ensemble du parc, il est plus judicieux de prendre directement l'endettement global du secteur et son excédent brut d'exploitation pour déterminer sa capacité maximale (et donc sa capacité additionnelle). Un exemple d'un tel scénario a été développé dans le RPAC 2018 (page 178), avec des hypothèses proches de la présente analyse mais avec quelques différences cependant : pas de hausse de loyer supposée dans le RPAC (ce qui minore le résultat) et non-prise en compte de la RLS (ce qui majore le résultat). Les résultats sont cependant relativement proches : une généralisation à l'ensemble du parc du scénario 6 aboutirait à 102 Md€ contre 122 Md€ dans le RPAC.

³² Pour plus de détails, voir l'encadré méthodologique sur l'impact de la vente ou du recours à l'emprunt sur l'endettement d'un bailleur,

³³ Le loyer est théorique dans la mesure où il s'agit d'un loyer annuel si le logement n'était vacant à aucun moment de l'année. Le calcul de la marge intègre le fait que le logement est en moyenne vide un mois tous les deux ans (voir pour plus de détails l'encadré méthodologique).

Figure 13 : Capacité d'emprunt additionnelle selon la part du parc social mobilisé et selon la capacité additionnelle d'emprunt moyen de chaque logement (en Md€)



Sources : RPLS, Harmonia et traitement des auteurs.

Note de lecture : si les capacités additionnelles d'emprunt de 3 % du parc étaient mobilisées, les bailleurs sociaux pourraient emprunter entre 3,1 et 8,7Md€, avec un scénario moyen – correspondant à des logements dont le profil est proche de ceux vendus – à 6,2Md€.

Note : Le parc de référence utilisé est celui loué ou disponible à la location au 1^{er} janvier 2018, soit 4,7 M de logements. La borne haute est construite à partir du scénario favorable (scénario 2 de la Figure 12) avec des logements dont la totalité des emprunts a été remboursée et dont la marge moyenne par an est de 2 300€. Ce scénario ne peut donc être extrapolé indéfiniment, dans la mesure où seule une faible partie du parc est dans cette situation. A l'inverse, la borne basse peut être extrapolée au-delà des 5 % dans la mesure où elle s'appuie sur le scénario moyen observé dans l'ensemble du parc social.

ENCADRE : METHODOLOGIE

Calcul du nombre d'années de loyers que coûte un nouveau logement

Dans la première partie où est faite la comparaison entre vendre et emprunter, le nombre d'années nécessaires pour construire un logement a été recalculé pour chaque scénario envisagé. Ainsi, si un logement est vendu pour un montant équivalent à 30 années de loyers dont 5 % servent à couvrir les frais de commercialisation et dont 15 % sont destinés à rembourser les emprunts ayant permis l'acquisition/construction du logement, l'encaissement net du bailleur sera équivalent à 24 années de loyers ($30 - (15 \% \times 30) - (5 \% \times 30)$). Si cette vente permet de financer 3 nouveaux logements, alors on peut en déduire que l'apport en fonds propres pour financer un nouveau logement correspond à l'équivalent de 8 années de loyers, 6 années si la vente permet de construire 4 logements.

Figure 14 : Montant, exprimé en nombre d'années de loyers, pour financer un nouveau logement selon le produit de la vente du logement et la part des emprunts non encore remboursés (exprimés en % de la valeur du logement) au moment de la vente

Montant de la vente (exprimée en années de loyers)	Capital restant dû de l'emprunt en cours (exprimé en % du produit de la vente du logement)	Nombre de nouveaux logements financés par la vente d'un logement	
		3 nouveaux logements (accroissement net du parc de 2 logements)	4 nouveaux logements (accroissement net du parc de 3 logements)
15 ans	0 %	4,8	3,6
	15 %	4	3
	30 %	3,3	2,4
20,6 ans	0 %	6,5	4,9
	15 %	5,5	4,1
	30 %	4,5	3,3
30 ans	0 %	9,5	7,1
	15 %	8	6
	30 %	6,5	4,9

Note de lecture : vendre pour l'équivalent de 30 ans de loyers avec 15 % de remboursements anticipés, revient à considérer que dans ce cas, un nouveau logement coûte l'équivalent de 8 années de loyers si la vente permet de construire 3 logements.

Dans la partie où est généralisée l'analyse à l'ensemble des logements mis en vente, c'est le prix moyen d'acquisition d'un nouveau logement qui est retenu, soit selon les situations 4,1 ou 5,5 années de loyers.

Calcul de la marge générée par chaque logement

Le modèle est construit à partir de plusieurs hypothèses :

- Vacance du logement d'une durée de 1 mois tous les deux ans (les logements disponibles à la location représentent chaque année environ 11 % du parc social et la durée moyenne de vacance commerciale est de 2,5 mois (source : RPLS et traitements ANCOLS), auxquels sont ajoutés 2 mois de vacance technique pour travaux ;
- Coûts de charges et maintenance de 52 % (moyenne 2017, source Harmonia), l'année 2017 ayant été retenue afin de pouvoir appliquer un taux de charges avant application de la RLS (afin de ne pas la comptabiliser deux fois) ;
- Taux d'impayés à 1,5 % (source : RPAC 2018) ;
- RLS de 4,5 % : impact moyen estimé sur les loyers à partir de 2020, correspondant à 1,3 Md€ de RLS à proprement parler (6 % des loyers) auquel il convient de soustraire 300 M€ correspondant au financement par les bailleurs du FNAP via la CGLLS pris dorénavant en charge par Action Logement et 50 M€ de remise d'intérêts par la CDC (soit un total des compensations de 350 M€, équivalent à 1,5 % des loyers) (source : la clause de revoyure pour le logement social, et engagement des parties (2020-2022)). La RLS n'est pas



uniforme par logement, raison pour laquelle différents scénarii sont présentés dans la note. A noter cependant qu'un faisceau d'indices laisse à penser que les logements vendus ont une probabilité plus faible d'héberger des locataires éligibles à la RLS (davantage de PLI, des loyers plus élevés en moyenne) et que donc, de façon agrégée, le taux retenu pourrait être inférieur à 4,5 %. A noter que dans le cas d'une RLS à 6 %, les conclusions de la présente étude ne seraient pas substantiellement changées : si le taux de RLS retenu était de 6 % au lieu de 4,5 %, le taux d'intérêt réel d'équilibre dans le cas d'une vente passerait à 35 ans de 0,1 % à -0,1 % et le nombre de logements à mobiliser pour obtenir 740 M€ dans le cas du scénario moyen passerait de 12 500 à 13 100 (soit une différence de 4,8 %) ;

- Remboursement anticipé des emprunts adossés au logement représentant 15 % du produit de la vente (sources : 1630 Conseil et ANCOLS, 2019)

Pour 1 000 € de loyer théorique, un peu plus de 4 % sont enlevés pour tenir compte de la vacance. C'est à cette somme, 960 €, qu'est appliquée d'une part une RLS de 4,5 % et d'autre part le taux d'impayés et les coûts de charges et maintenance.

L'ensemble des taux sont supposés constants au cours du temps. Autrement dit, le taux de marge par logement est supposé constant au cours du temps.

Pour quels logements la RLS peut-elle atteindre 20 % ?

Les données contenues dans le RPLS offrent des informations sur les logements mais pas sur leurs occupants. Or la RLS est appliquée en fonction de la composition du ménage occupant et de la localisation du logement. Néanmoins, il est possible d'observer que la RLS peut représenter au moins 25 % du loyer principal (loyer sans les annexes ni les charges) pour les 10 % de T1 avec les loyers les plus faibles (si ces logements sont occupés par des ménages éligibles à la RLS). Le taux est d'au moins 19 % pour les 10 % de T2 avec les loyers les plus faibles. Ces estimations sont faites en supposant que ces logements sont occupés par des personnes seules, pour lesquelles le montant de RLS est le plus faible.

Quel est l'impact sur l'endettement global du bailleur selon que le bailleur décide de vendre ou de mobiliser les capacités d'emprunt d'un logement ?

En cas de vente

D'un côté la vente réduit le parc du bailleur (au moment de la vente, les éventuels nouveaux logements financés ne sont pas encore livrés au bailleur) et donc augmente son ratio d'endettement par logement, d'un autre côté le produit de la vente peut servir à rembourser des emprunts et donc réduire l'endettement global et le ratio d'endettement au logement. Tout dépendra de la part du produit de la vente qui sera affectée à réduire l'endettement du bailleur. Rien n'oblige le bailleur à rembourser tous les anciens emprunts initialement adossés au logement vendu, mais dans ce cas, ce sont les autres logements du parc qui devront en assurer le remboursement ; à l'inverse, le bailleur peut non seulement rembourser les anciens emprunts du logement, mais aussi en rembourser d'autres. Le ratio d'endettement par logement du bailleur baissera si le montant des remboursements anticipés est supérieur à celui de l'endettement moyen par logement. Ce dernier était d'environ 32 000 €/logement en 2017 (sources : Harmonia et RPLS, endettement total des OPH et SA d'HLM à 144Md€ à la clôture 2017 divisé par leur parc total, soit 4,56M de logements au 1^{er} janvier 2018). Le produit moyen d'une vente étant de 110 000 €, il faudrait qu'en moyenne environ 30 % de cette somme soit destinée à rembourser des emprunts pour que la vente conduise à une baisse de l'endettement global des bailleurs (contre 15 % dans la réalité d'après les bailleurs (source : 1630 Conseil et ANCOLS, 2019)). Cette situation, à première vue surprenante, s'explique par le fait que le parc vendu est un parc totalement ou en grande partie amorti et pour lequel l'essentiel des emprunts a été remboursé. Ce sont donc des logements qui réduisent le ratio d'endettement du bailleur qui sont le plus souvent vendus, raison pour laquelle leur vente conduit en moyenne à une hausse – très modérée en raison des faibles volumes – du ratio d'endettement au logement. L'objectif du bailleur est généralement d'obtenir des fonds pour développer son parc et non réduire sa dette, sauf cas où il est très lourdement endetté et pour lesquels la vente ne sert qu'à rééquilibrer une situation dangereuse pour l'organisme en affectant une très grande part ou la totalité des produits de la vente au remboursement d'emprunts.

En cas de recours à l'emprunt

En cas de recours à l'emprunt, le parc du bailleur est inchangé (ici aussi les éventuels nouveaux logements ne sont pas encore livrés au bailleur), le dénominateur du ratio d'endettement par logement reste donc stable. En revanche, la dette totale du bailleur augmente et donc dans tous les cas le ratio d'endettement par logement s'accroît. Si le

bailleur était avant ce recours additionnel dans une situation d'une dette soutenable (si ce n'est pas le cas, la question d'un emprunt additionnel ne se pose logiquement pas), alors la dette continue de l'être même après recours additionnel dans la mesure où le montant du nouvel emprunt a précisément été déterminé en fonction de la capacité de remboursement des logements sur lesquels seront adossés ces emprunts. Plus généralement, même si le ratio d'endettement du bailleur croît, le recours à l'emprunt vise à mobiliser les capacités d'emprunt présentes et futures de logements qui, s'ils avaient été vendus, n'auraient plus générés de loyer et donc de marge. Il s'agit donc bien d'un arbitrage entre d'une part un montant élevé d'argent sous forme de liquidité en contre partie de la perte du logement et des loyers futurs, et d'autre part un accroissement de la dette mais la conservation du logement et des loyers qu'il génère.

Le recours à l'emprunt utilisé comme l'équivalent à des fonds propres dans une nouvelle opération ?

Lors du montage d'une opération, le terme « emprunt » peut être utilisé pour ne désigner que les emprunts dont le remboursement théorique est assuré par les loyers des futurs logements construits, acquis ou réhabilités. Un emprunt dont le remboursement est adossé à un autre actif ou une autre activité mais utilisé dans le montage de l'opération pourra ainsi être considéré comme des « fonds propres », dans la mesure où au niveau de l'opération, il représente un apport de fonds qui ne devra pas être remboursé.

Dans le cas de la présente note, ce sont donc des logements dont les emprunts initiaux ont totalement ou très largement été remboursés sur lesquels vont être adossés des emprunts dont les fonds serviront au montage d'autres opérations et seront ce faisant considérés comme des fonds propres dans le montage de ces opérations (mais logiquement, pas au niveau de l'endettement global du bailleur). Pour rappel, s'ils avaient été vendus, ces logements seraient sortis du parc du bailleur, l'accroissement de l'endettement du bailleur lié au recours à l'emprunt est donc en partie compensé par le fait que son parc ne diminue pas. *In fine*, il s'agit bien de mobiliser les capacités d'emprunts d'une partie du parc du bailleur pour aider à financer les nouvelles opérations.

Pourquoi faire l'hypothèse d'un nouvel emprunt qui rembourserait les anciens emprunts ?

La méthode retenue consistant à calculer la capacité totale d'emprunt et retrancher par la suite les emprunts en cours pour déterminer la capacité additionnelle d'emprunt a été retenue car il s'agit du scénario le plus généraliste : s'il est plus intéressant de conserver les anciens emprunts alors le bailleur peut emprunter un peu moins et effectuera moins de remboursements anticipés. A l'inverse, s'il est plus intéressant de rembourser les anciens emprunts, le nouvel emprunt permet de les rembourser de façon anticipée. Plus généralement, cette méthode permet d'ignorer les échéanciers et taux d'intérêts des anciens emprunts en déterminant la capacité maximale d'emprunt du logement à un instant donné.

C'est la raison pour laquelle la marge est calculée ici au sens de l'excédent brut d'exploitation (EBE) et non comme s'il s'agissait de la capacité d'autofinancement (CAF) qui intègre les intérêts des emprunts en cours.

Schématiquement, si des emprunts sont déjà adossés au logement, deux configurations existent : les remboursements ne mobilisent pas toutes les capacités du logement, auquel cas il est possible d'y ajouter un second emprunt (schéma 1), ou bien toutes les capacités sont mobilisées mais seront prochainement disponibles (schéma 2).

Schéma des différents modes de « nouvel emprunt »

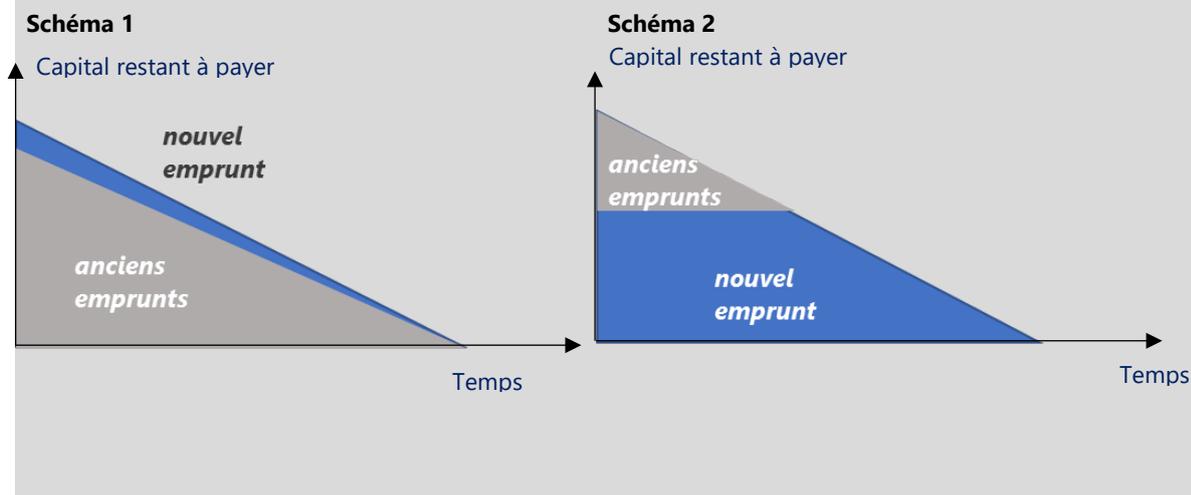
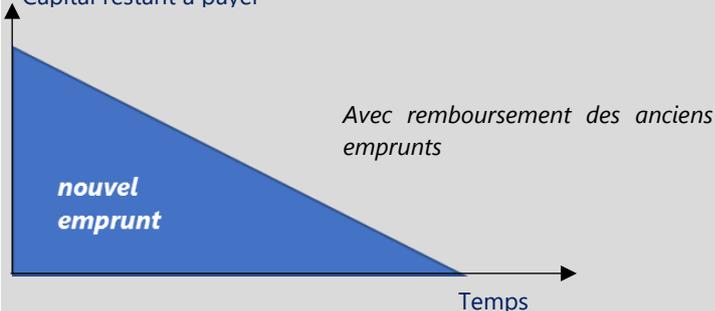


Schéma 3

Capital restant à payer



La seule limitation importante du modèle est la non-prise en compte des éventuelles pénalités et coûts liés aux remboursements anticipés d'emprunts, qui peuvent conduire à ce que rembourser de façon anticipée des emprunts soit pénalisant, mais dans ce cas, la problématique se posera aussi en cas de vente. En outre, dans le secteur du logement social, ces pénalités sont historiquement très limitées.

L'impact du covid-19 sur les résultats obtenus

Les principaux résultats ont été présentés de façon générale selon plusieurs scénarii de taux d'intérêts et continuent donc à être valides : ainsi les situations où l'emprunt est plus intéressant que la vente et inversement, demeurent vrais, seule la position sur la courbe des taux varie selon l'évolution des taux d'intérêts effectivement observés. Les exemples illustratifs comme celui de taux d'intérêt nominaux à 2 % sur 35 ans et une évolution des loyers à 0,5 % pourraient éventuellement être remis en cause. Concernant l'inflation et donc l'évolution de loyers, il est trop tôt pour mesurer l'impact à long terme de la crise. Pour les taux d'intérêts, à la fin août 2020, les taux de l'OAT à 30 ans et à 50 ans continuaient à rester sous la barre des 1 %. A noter que les variations observées sur les OAT à 30 ans et 50 ans depuis mars 2020 laissent à penser qu'il est relativement peu probable que les taux remontent dans les prochains mois. Les scénarii proposés dans la présente note continuent donc à ce jour d'être valables même s'il est là aussi trop tôt pour savoir quel sera l'impact de la crise sur les taux dans les prochains mois.

La crise économique probable qui se profile, conséquence de la crise sanitaire, peut aussi avoir un impact négatif sur la capacité d'emprunt des bailleurs (en raison d'une hausse éventuelle des impayés, d'une vacance plus élevée dans les territoires détendus etc...). Néanmoins, elle conduit aussi à limiter les capacités d'achat et d'emprunt des éventuels acheteurs (ou freiner/différer leur volonté d'achat) et donc réduire la demande et *in fine* le prix de vente des logements. Les deux phénomènes, baisse de la capacité d'emprunt additionnelle d'un côté, baisse du prix de vente possible de l'autre, se compensent et conduisent dans les deux cas à diminuer la capacité des bailleurs à mobiliser des fonds à partir de leur parc (que ce soit sous forme de vente ou de recours à l'emprunt adossé sur les capacités de remboursement des logements).

Pour en savoir plus

1630 Conseil et ANCOLS, *Etude de la vente à l'unité de logements des organismes de logement social*, 2019

ANCOLS, *Rapport Public Annuel de Contrôle 2018 (RPAC 2018)*, 2019

Wending et al., *La diversification des sources de financement du secteur du logement social*, 2019

Conclusion de la clause de revoyure pour le logement social, et engagement des parties (2020-2022)

Taux des obligations souveraines :

- Banque de France : <https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/taux-indicatifs-des-bons-du-tresor-et-oat>
- Agence France Trésor (Agence gérant la dette de l'Etat) : www.aft.gouv.fr
- Site non officiel mais permettant de suivre l'ensemble des courbes des taux d'intérêts des emprunts français au cours du temps (en particulier les OAT à 50 ans qui n'apparaissent pas sur le site Internet de la Banque de France) : <https://fr.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds>