



# RÉSIDENTIEL EUROPÉEN, LA GRANDE ACCÉLÉRATION

---

NOVEMBRE 2021

## INTRODUCTION

Executive Summary

Résidentiel : au coeur des stratégies de diversification

# 3

# 7

## LA MÉTROPOLISATION POST-COVID

Enjeux démographiques et changements sociologiques

La pression démographique crée une sous-offre chronique en Europe

Pays locataires versus pays propriétaires, des réalités diverses en Europe

Le taux d'effort des ménages doit rester à des niveaux soutenables

Les infrastructures de transports publics et ses effets positifs sur les prix et le développement de l'offre résidentiel

Focus sur les dates de livraison du Grand Paris Express

Les prix et les loyers parfois trop élevés des métropoles conduisent certaines catégories de la population à opter pour les villes/banlieues à proximité des grands centres urbains

## VERS UN RÉSIDENTIEL COMPLEXE : LES MODÈLES ÉMERGENTS

Des métropoles multigénérationnelles

Les formats résidentiels de demain : vers le développement de l'immobilier serviciel

La relation propriétaire locataire dans les principaux pays européens : revue des législations européennes

# 19

# 27

## L'INSTITUTIONNALISATION DU LOGEMENT

Concentration des capitaux vers le marché européen du résidentiel en bloc

Le couple performance/volatilité du résidentiel offre un risque maîtrisé permettant une allocation diversifiée et optimisée

Prime de risque confortable entre le résidentiel et les obligations souveraines

Des perspectives de rendement global bien orienté à l'horizon 2023

L'Euro City Ranking développé par Primonial REIM

La grille d'analyse pour investir dans le résidentiel en Europe

## CONCLUSION

# 38

# INTRODUCTION

## EXECUTIVE SUMMARY

- Alors que la crise économique et financière de 2008/2009 et la crise des dettes souveraines européennes avaient eu pour corolaire d'engendrer une baisse des prix du résidentiel dans de nombreux pays – vite rattrapée par la suite dans la plupart des métropoles européennes – la crise sanitaire de 2020-2021 n'a pas eu le même effet. Au contraire, le résidentiel européen a vécu une « grande accélération » : des prix, des usages, des positionnements territoriaux et des investissements institutionnels.
- Les métropoles européennes connaissent des évolutions communes qui déterminent leur performance : un volume de construction tendancielle en recul, qui n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise de 2008-2009 ; une croissance démographique notamment dans les pays du Nord (dont la France) ; une corrélation plus faible entre le PIB et le prix du logement que pour d'autres types d'actifs ; une préférence croissante pour la location alors que la question de la soutenabilité du taux d'effort doit être posée pour certains ménages.
- Contrairement à ce qui a pu être dit lors des premiers confinements, nous n'assistons pas à un « exode urbain » vers les villes moyennes, sauf pour une part infime de la population, mais plutôt à une réorganisation au sein même des grandes aires urbaines et l'apparition du concept de « résidence semi-principale ».
- Nous avons analysé le réseau de transports publics de 140 villes européennes ainsi que 80 projets d'extension, et mis en lumière le potentiel qui existe entre ces infrastructures et la croissance future des prix.
- La métropole d'aujourd'hui et plus encore de demain, est multigénérationnelle : elle abrite plusieurs classes d'âges dont les besoins immobiliers sont fondamentalement différents (cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, Immobilier et cycle de vie, Octobre 2020). Nous explorons les modèles résidentiels propres à satisfaire cette nouvelle demande : coliving, Build-to-Rent, résidences seniors.
- La montée en puissance de l'investissement des institutionnels en logement en bloc, va de pair avec ces évolutions. Depuis 2018, le résidentiel est devenu la deuxième classe d'actifs la plus investie derrière le bureau, dépassant le commerce.
- Nous avons analysé la dynamique des taux de rendement de plus de 170 marchés de métropoles et de villes secondaires pour l'ensemble de l'Europe sur la période 2011-2021, incluant des pays hors Union européenne comme le Royaume-Uni, la Norvège et la Suisse, et nous présentons notre ranking, du point de vue de l'investisseur paneuropéen.
- Le résidentiel dispose actuellement d'une prime de risque comprise entre 200 et 600 pb avec des taux « prime » proche de ceux des actifs « prime » de bureau : la valorisation du logement n'est pas irrationnelle mais offre au contraire des perspectives de croissance stable, à environnement de taux inchangé.



**Henry-Aurélien Natter**  
Responsable Recherche Primonial REIM,  
MRICS

## RÉSIDENTIEL : AU CŒUR DES STRATÉGIES DE DIVERSIFICATION

La pandémie de Covid-19 est venue rebattre les cartes des marchés résidentiels européens, à la fois en provoquant des bouleversements et en renforçant des tendances d'avant crise dans l'utilisation de nos espaces de vie. **Du télétravail à la tentation de l'exode urbain, la période a été propice à un renouveau du marché résidentiel européen.**

Ainsi, dans la réorganisation actuelle du travail, le logement doit permettre de travailler de chez soi tout en offrant une possibilité d'isolement au télétravailleur. Avec l'augmentation du temps passé à son domicile, les attentes en matière d'habitat ont également évolué avec deux thèmes qui ressortent: le bien-être et la santé des résidents. Cette nouvelle donne conduit les ménages à adapter leur comportement vis-à-vis de leur habitat.

Avant tout destinées aux ménages avec un important pouvoir d'achat, les résidences secondaires ou semi-principales restent un marché de niche. Ce type d'habitat a actuellement un certain succès, surtout auprès de ceux qui ont mal vécu les confinements (espaces exigus, absence de jardin ou de terrasse dans les grandes métropoles). Cela a conduit à une flambée des prix dans les régions de villégiature avec l'arrivée de cadres pouvant télétravailler plusieurs jours par semaine et avec un important pouvoir d'achat. De même, les marchés régionaux pour une **résidence semi-principale** offrent de réelles opportunités d'achat pour les ménages locataires et ne pouvant pas accéder à la propriété dans les grandes métropoles.

Toutefois, avec le retour à une vie normalisée mixant présentiel et télétravail, les préoccupations du quotidien reprennent vite le dessus. Ainsi, dans les dernières enquêtes d'opinion, les ménages qui souhaitent déménager du centre d'une métropole pour gagner en espace (plus de m<sup>2</sup>, terrasse, jardin, etc.) sont attentifs à leur temps de trajet domicile-travail. Dans cette configuration, les ménages sont majoritaires à faire le choix de la proche et lointaine banlieue tout en veillant à ne pas dépasser 45 minutes pour leur temps de trajet. Par conséquent, les villes disposant d'un bon maillage de leur aire urbaine par les transports publics seront donc privilégiées, surtout celles avec la construction de nouvelles lignes de métro ou de tramway.

D'autre part, les métropoles des économies avancées vont rester un rouage central des économies modernes en raison des emplois qu'elles génèrent, de la croissance de richesses qu'elles procurent et de la concentration des services qu'elles offrent à leurs habitants (services publics, hubs de transport, offre culturelle, offre scolaire, offre immobilière, etc.). Enfin, le manque de dynamisme économique, la faible couverture des infrastructures et la mauvaise connectivité de certaines villes seront des freins à leur attractivité.

**C'est donc une réorganisation au sein des grandes aires urbaines des métropoles qui se dessine plutôt qu'un exode urbain comme cela a pu être anticipé.**

Cette étude a pour objectif de faciliter la compréhension des enjeux de l'investissement résidentiel dans le contexte actuel, tout en rappelant les fondamentaux qui perdurent malgré la crise, et identifier les ressorts à venir selon les marchés. Elle se décline en 3 parties :

1. La métropolisation post-Covid ;
2. Vers un résidentiel complexe : les modèles émergents ;
3. L'institutionnalisation du logement.

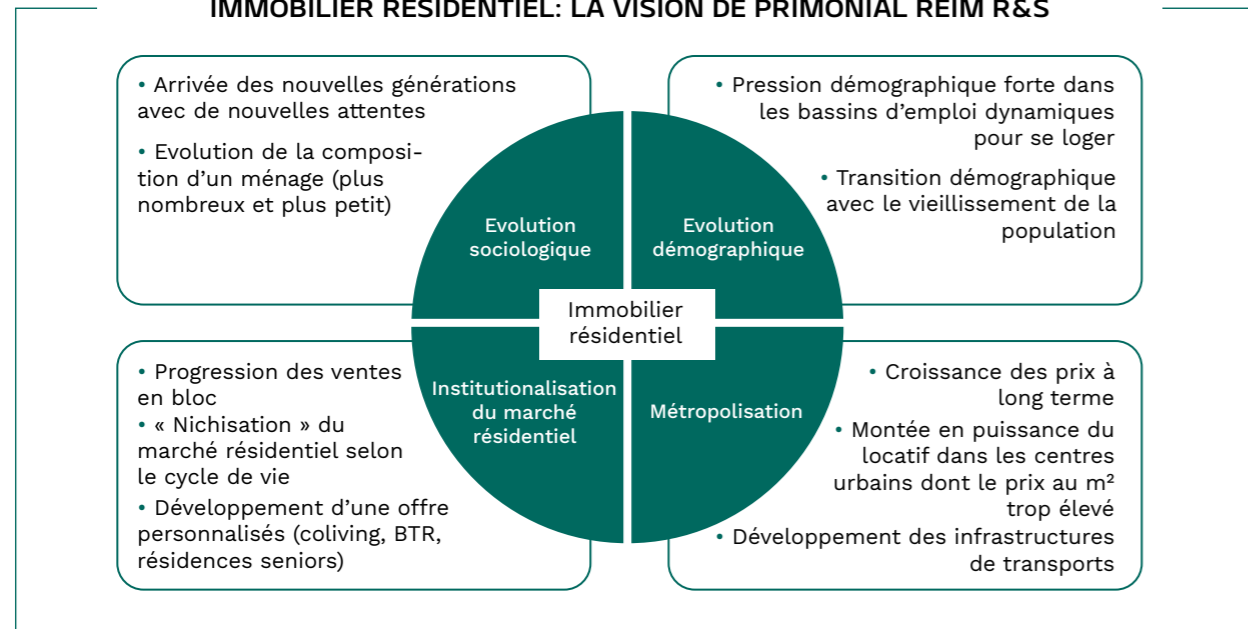
Avec une montée en puissance progressive, deux mégatendances apparaissent sur le marché de l'investissement résidentiel:

- l'institutionnalisation accélérée du marché résidentiel ces dernières années avec une forte croissance des ventes en bloc (passant d'environ 10 Mds€ en 2011 à 60 Mds€ en 2020). Cependant, les stratégies d'allocations des investisseurs demeurent variables selon les pays européens ;
- la multiplication des « niches » résidentielles en fonction du cycle

de vie, entrouvrant la porte à des usages personnalisés (coliving pour les célibataires, BTR pour les familles, résidences seniors pour les seniors).

Nous portons donc la conviction que le phénomène de métropolisation avec une réorganisation au sein des grandes aires urbaines va se poursuivre, portée par le développement et l'efficacité des transports publics. Les prix très élevés au m<sup>2</sup> des centres urbains et le durcissement de l'accès au crédit pour certaines catégories de la population a pour corollaire une accession à la propriété qui demeure inabordable ou qui est repoussée de plusieurs années. D'autre part, le fait que de nombreux ménages ne sont pas éligibles au parc social et qu'il y a un manque d'offre a conduit à d'importantes hausses de loyers durant la décennie conduisant les autorités à réguler les marchés sous forte tension. Par conséquent, nous estimons qu'il y a un marché de l'investissement où les institutionnels peuvent jouer un rôle moteur pour la société en répondant aux besoins de la demande non satisfaite.

#### IMMOBILIER RÉSIDENTIEL: LA VISION DE PRIMONIAL REIM R&S



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie



# LA MÉTROPOLISATION POST-COVID

# ENJEUX DÉMOGRAPHIQUES ET CHANGEMENTS SOCIOLOGIQUES

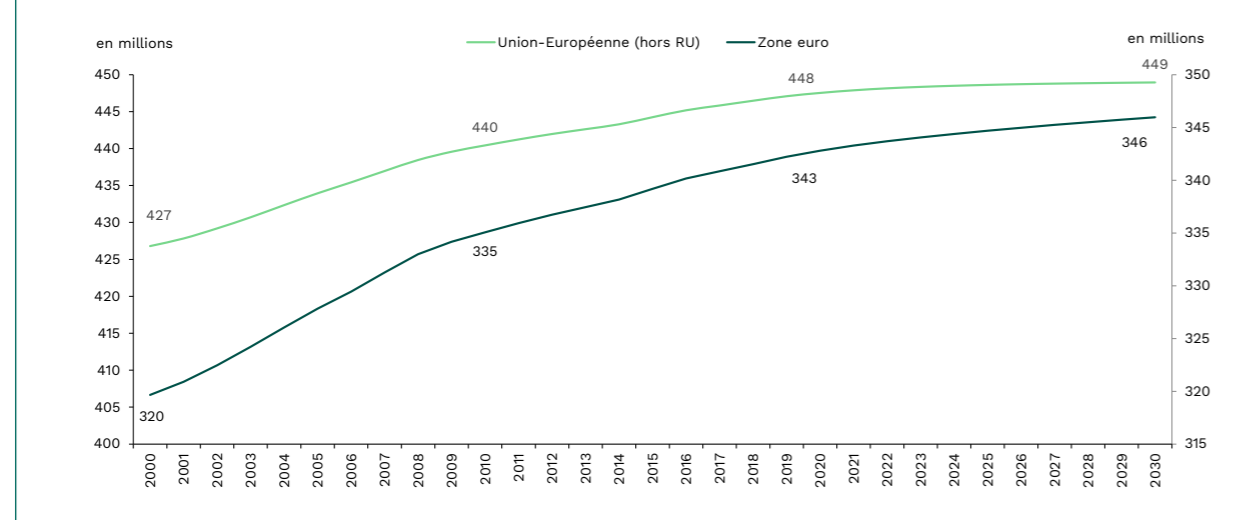
La population de l'Union européenne (hors Royaume-Uni) est passée de 427 millions d'individus en 2000 à plus de 448 millions en 2020.

Parallèlement à cette évolution, des changements sociologiques profonds ont eu lieu. Les ménages sont de plus en plus nombreux et de plus en plus petits. Ce phénomène est particulièrement observable dans les grandes villes européennes. A l'œuvre depuis plusieurs années, ces changements traduisent des évolutions de

modes de vie (comme la hausse des séparations ou la diminution des familles nombreuses) venant stimuler la demande en logement.

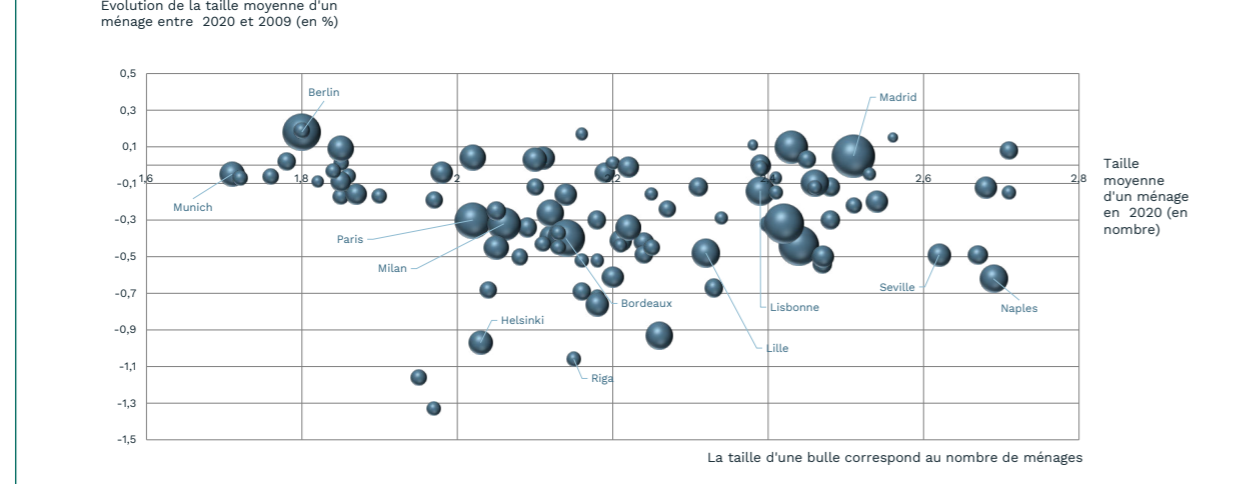
Concernant les projections d'évolution de la population de l'Union européenne à l'horizon 2030, elle devrait connaître une légère croissance pour atteindre un total de 449 millions d'habitants. D'autre part, une analyse par pays montre que l'évolution de la population ne sera pas la même. Ainsi, des pays comme la France, l'Espagne, la Belgique, les Pays-Bas et même l'Allemagne vont voir leur population croître. A l'inverse, le Portugal, l'Italie ou la Grèce enregistreront une réduction de leur nombre d'habitants. Contrairement à une idée reçue, c'est bien le Nord qui se renforce démographiquement.

## POPULATION DANS L'UNION EUROPÉENNE (HORS RU) DE 2000 À 2030



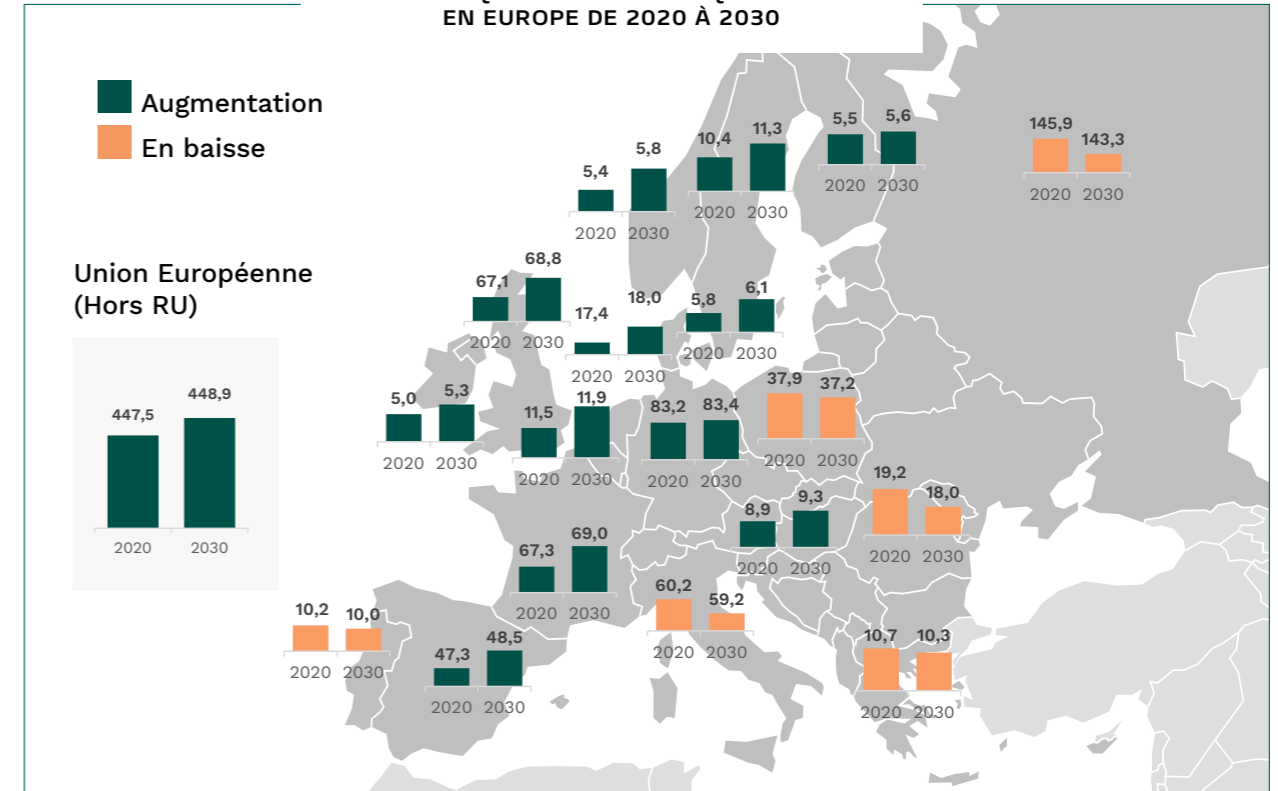
Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Eurostat et Oxford Economics

## EVOLUTION DE LA TAILLE DES MÉNAGES DANS LES GRANDES VILLES EUROPÉENNES



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Eurostat et Oxford Economics

## LES DYNAMIQUES DÉMOGRAPHIQUES PAR PAYS EN EUROPE DE 2020 À 2030



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Oxford Economics, Eurostat

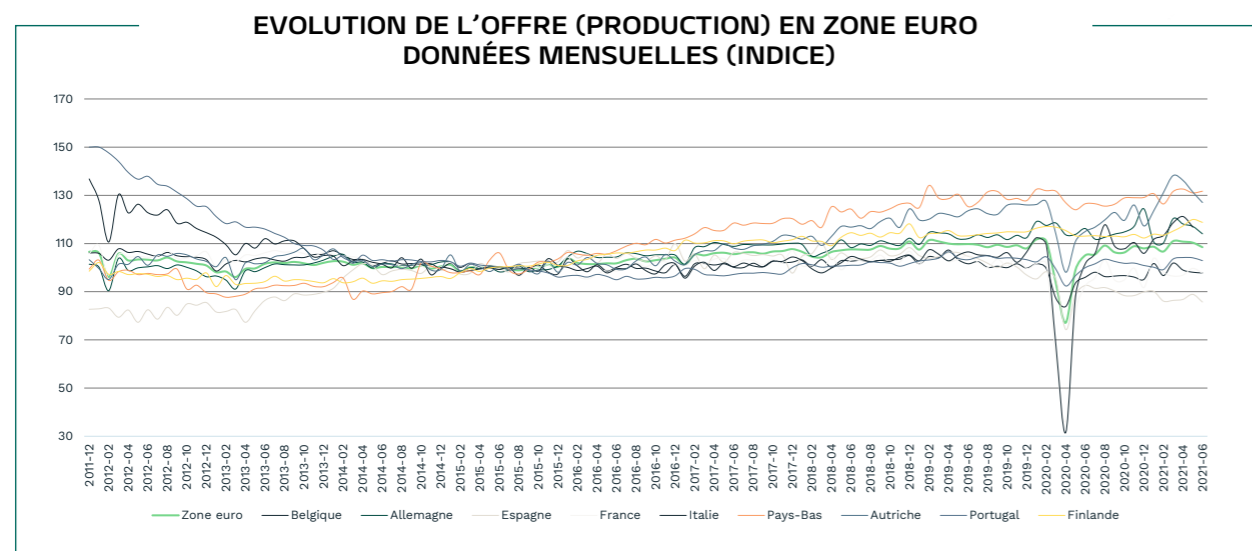


## LA PRESSION DÉMOGRAPHIQUE CRÉE UNE SOUS-OFFRE CHRONIQUE EN EUROPE

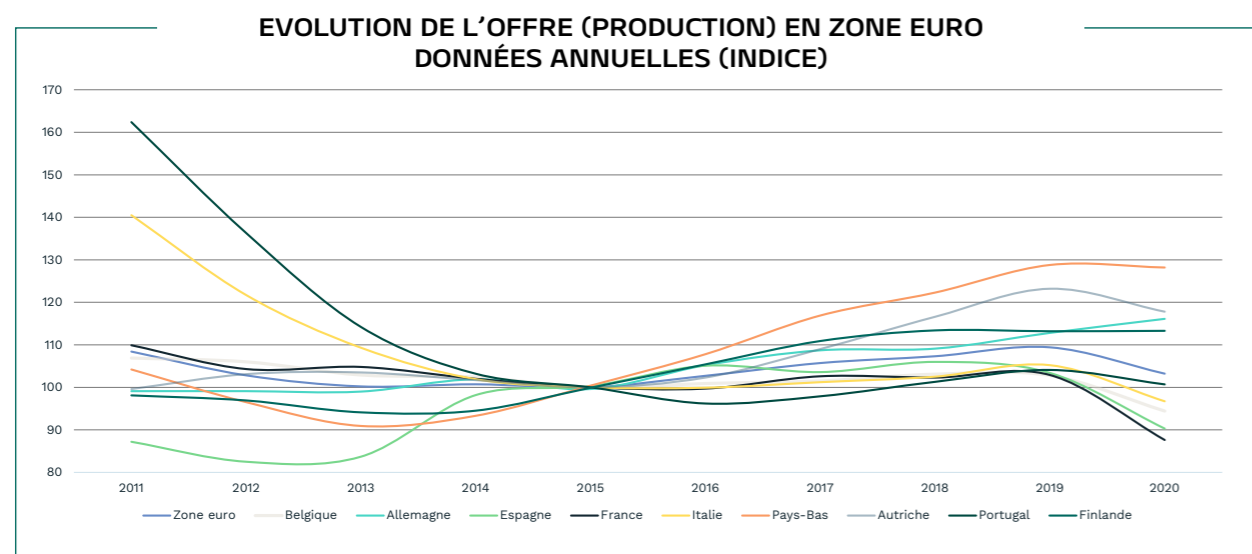
Alors que la pression démographique s'est accrue durant la décennie écoulée dans les pays de la Zone euro, la production de bâtiments en volume a connu une croissance erratique. Le secteur de la construction est tendanciellement

**en recul : il n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant la crise de 2008-2009.**

Après un point bas en 2015 et un redémarrage marqué sur la période 2016-2019, la crise sanitaire de 2020 a mis un coup d'arrêt à la construction plus ou moins fortement selon les pays en fonction des mesures de restriction liées à la crise sanitaire qui ont été mis en place. Par conséquent, la pression des ménages pour se loger et les niveaux bas de construction en raison d'une capacité de construction limitée dans les villes ont contribué à impacter à la hausse les valeurs des zones en manque d'offre et aux fondamentaux solides.



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Eurostat



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Eurostat

## PAYS LOCATAIRES VERSUS PAYS PROPRIÉTAIRES, DES RÉALITÉS DIVERSES

**En Europe, trois habitants sur dix sont locataires. Une proportion stable ces dernières années, seuls les pays de la Zone euro connaissent une légère progression du taux de locataires.** Toutefois, il convient de distinguer les pays majoritairement propriétaires (les pays de l'Est comme la Roumaine, Slovaquie, Hongrie, etc.) et ceux majoritairement locataires (comme la Suisse, l'Allemagne, l'Autriche, le Danemark, etc.). Avec une répartition proche de la moyenne européenne, on retrouve les pays comme la France, la Belgique, les Pays-Bas, la Suède ou encore l'Irlande.

Après un point bas en 2015 et un redémarrage marqué sur la période 2016-2019, la crise sanitaire de 2020 a mis un coup d'arrêt à la construction plus ou moins fortement selon les pays en fonction des mesures de restriction liées à la crise sanitaire qui ont été mis en place. Par conséquent, la pression des ménages pour se loger et les niveaux bas de construction en raison d'une capacité de construction limitée dans les villes ont contribué à impacter à la hausse les valeurs des zones en manque d'offre et aux fondamentaux solides.

Il est intéressant de constater que certains pays déjà fortement tournés vers la location ont connu une croissance de leur taux de locataires entre 2015 et 2019. C'est le cas de la Suisse, de l'Allemagne, de la Suède ou du Danemark par exemple. D'autre part, certains pays privilégiant la propriété connaissent une

évolution de leurs mœurs avec un changement au profit de la location, c'est le cas de l'Espagne et du Portugal.

Si environ 30% de la population vit dans un logement dont il est locataire, il convient de distinguer les locataires qui occupent un logement au prix du marché (20%) et les locataires ayant un loyer réduit ou gratuit (10%). Ainsi, les pays où la proportion de locataires payant un loyer au prix du marché est la plus importante sont : la Suisse, l'Allemagne, le Danemark, la Suède, l'Autriche et les Pays-Bas.

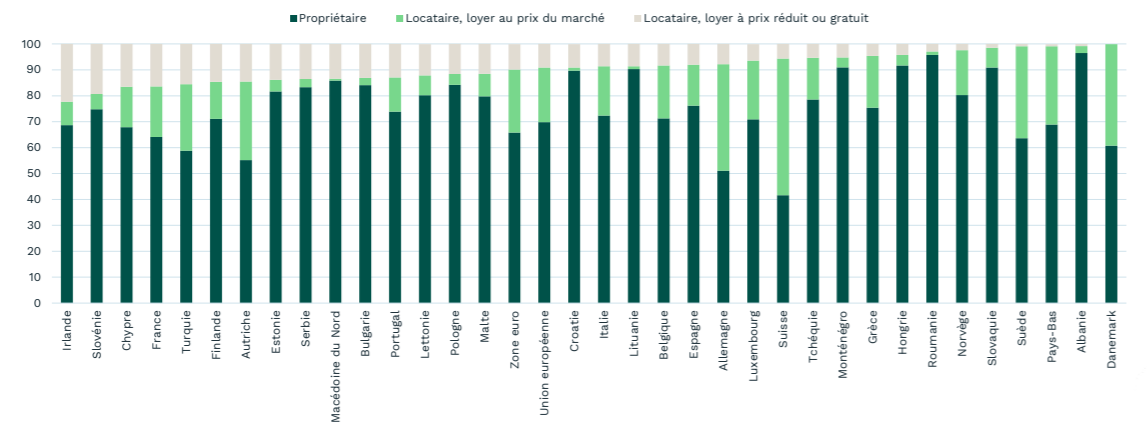
Le logement social (loyer réduit ou gratuit) est un élément important de l'action publique avec le soutien des institutionnels en matière de protection sociale. Toutefois, une large part de la population qui a des difficultés pour se loger en raison de la cherté des centres urbains des métropoles (prix ou loyers) ne sont pas éligibles aux logements sociaux.

Il existe des différences notables entre pays en termes de définition d'un logement abordable que ce soit sur la taille, la population cible et le type de fournisseurs de logements sociaux.

Trois grandes catégories de pays se distinguent concernant les logements abordables :

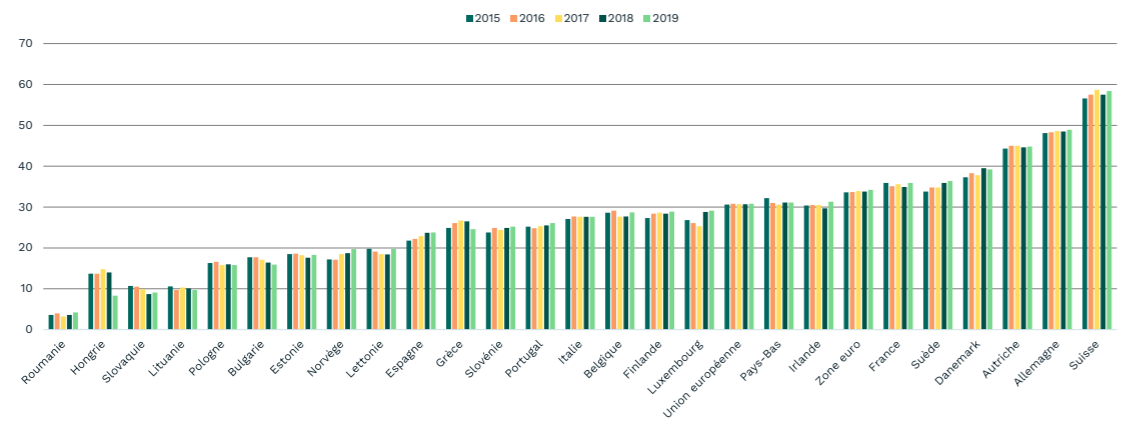
- **Les pays avec un parc social étendu** (au moins 20 % de la population totale en fonction de la modalité de jouissance du logement). C'est le cas de l'Irlande par exemple ;
- **Les pays avec un parc social de taille moyenne** (entre 10 et 20 %). On retrouve des pays comme la Finlande ou la France ;
- **Les pays avec un parc social réduit** (moins de 10%). L'Allemagne, la Belgique, la Hongrie, l'Italie, la Norvège, le Portugal ou encore la Suisse sont dans cette catégorie.

### RÉPARTITION DE LA POPULATION EN FONCTION DE LA MODALITÉ DE JOUISSANCE DU LOGEMENT EN EUROPE (2019) (EN%) DONNÉES ANNUELLES (INDICE)



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Eurostat

### EVOLUTION DE LA PART DES LOCATAIRES\* DANS LES PRINCIPAUX PAYS EUROPÉENS (EN %)



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Eurostat

\*Inclus les locataires avec un loyer au prix du marché et les locataires avec un loyer à prix réduit ou garanti

## LE TAUX D'EFFORT DES MÉNAGES DOIT RESTER À DES NIVEAUX SOUTENABLES

Dernièrement, le durcissement des conditions d'accès au crédit voulu par le régulateur européen a conduit une accession à la propriété inabordable ou repoussée de plusieurs années pour de nombreux ménages qui doivent donc se tourner vers le parc locatif. Toutefois, même dans le parc locatif l'effort des ménages pour se loger peut être excessif.

Pour mesurer l'effort que les ménages fournissent pour se loger, l'indicateur généralement utilisé est la part du revenu des ménages consacrée au logement.

Ainsi, pour mesurer le poids du logement dans le revenu des ménages, il convient d'utiliser le taux d'effort, c'est-à-dire la part des dépenses liées à l'habitation principale dans le revenu disponible.

L'accessibilité économique du logement notamment dans le parc privé, a montré un net renforcement du taux d'effort excessif (loyer supérieur à 40% des revenus). En d'autres

termes, les ménages consacrent une part toujours plus importante de leur budget à leur logement.

En 2019, 9,6 % de la population de l'Union européenne vivait dans un ménage dépensant 40 % ou plus de son revenu disponible équivalent pour le logement. Ainsi, le pourcentage de la population dont les dépenses consacrées au logement dépassant 40 % de leur revenu était le plus élevé chez les locataires occupant un logement loué au prix du marché (plus de 25%) et le plus faible chez les personnes vivant dans un logement dont elles étaient propriétaires (4,0 %).

Cet effort est d'autant plus important dans les grandes villes, où se concentrent les opportunités d'emploi et où les réseaux de transports publics se développent, contribuant à augmenter les prix et les loyers. Le développement de logements intermédiaires pourrait permettre de faire diminuer cette pression.

### PART DES LOCATAIRES DÉPENSANT PLUS DE 40% DE LEUR REVENU EN LOYER (EN %)



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Eurostat



## LES INFRASTRUCTURES DE TRANSPORTS PUBLICS ET SES EFFETS POSITIFS SUR LES PRIX ET LE DÉVELOPPEMENT DE L'OFFRE RÉSIDENTIEL

Des recherches<sup>1</sup> ont montré que les infrastructures de transport produisent des effets directs positifs et uniformes sur la croissance et le développement des territoires concernés. Toutefois, la dynamique positive des prix de l'immobilier existe à partir du moment où il y a une zone de transports publics à proximité d'une zone d'habitation et que les revenus des ménages vivant dans cette zone sont bien orientés.

Par conséquent, la création d'un nouveau réseau de transports publics et de nouvelles gares, afin de créer ou renforcer le maillage existant, accroît la demande de logement dans ces zones. Cela pourra conduire à une augmentation des prix de l'immobilier jusqu'à 40% dans certains cas. Cet effet d'augmentation peut avoir lieu avant l'ouverture de la ligne par effet d'anticipation des ménages.

En lien avec le résultat de ces recherches, nous avons analysé le réseau de transports publics (métro et tramway) de 140 villes en Europe, soit un échantillon de plus de 4 000 km de lignes de métro et 5 600 km de lignes de tramway déjà existants. Si les pays de l'Est se caractérisent par une prédominance du tramway, avec des réseaux étendus mais vieillissants, c'est dans les grandes métropoles occidentales que les réseaux de métro et les projets se concentrent.

Ainsi, nous avons identifié 80 projets d'extension de métro représentant plus de 700 km de lignes supplémentaires dans une large majorité de métropoles localisées en Europe de l'Ouest. A l'Est, c'est à Prague, Bucarest, Varsovie, Vilnius ou encore

Sofia, que le réseau de métro se développe.

Bien que le tramway soit un moyen de transport plus rependu que le métro, l'échantillon ne répertorie qu'une quarantaine de projets dans une trentaine de villes, pour un total de 430 km de lignes futur. En contraste avec les réseaux d'Europe de l'Est à l'exception de Prague, les futures infrastructures seront inaugurées principalement dans les pays d'Europe de l'Ouest (notamment la France), d'Europe du Nord, en Italie et en Espagne.

### TROIS GRANDES TYPOLOGIE DE VILLES ÉMERGENT DE NOTRE ÉCHANTILLON :

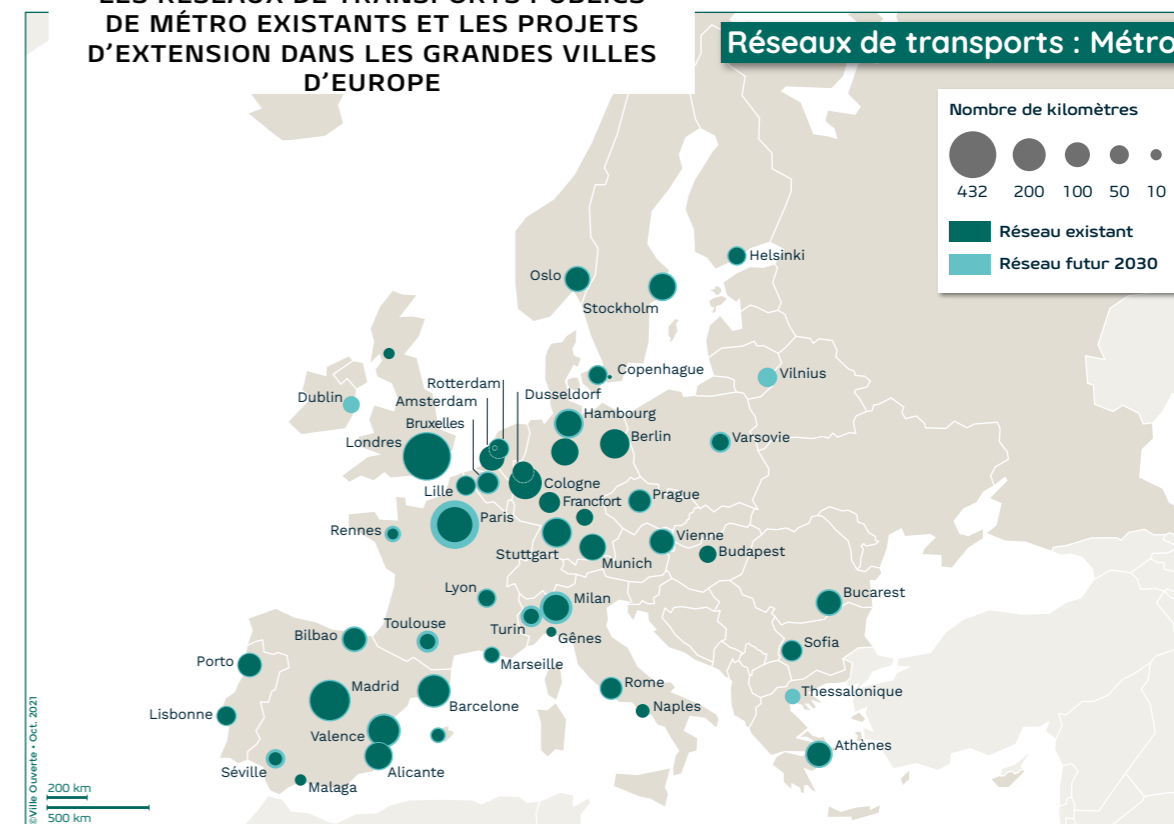
Premièrement, les grandes métropoles internationales avec un poids économique majeur qui font l'objet d'une demande croissante pour les transports publics. Ces villes se caractérisent par un réseau de transport mixte (métro, métro léger et/ou tramway) compris en moyenne entre 50 km et 200 km pour le métro et le tramway. Parmi les plus importants projets d'extension de leur réseau à horizon 2030, des agglomérations comme Paris-Île-de-France, Hambourg, ou encore Milan ont été identifiés.

Deuxièmement, les métropoles à dimension régionale qui voient leur population augmenter et qui proposent un agrandissement de leur réseau existant, et dont la taille ne dépasse pas 70 km pour le métro et 100 km pour le tramway. On peut citer Toulouse, ou encore Séville.

Troisièmement, les métropoles occidentales de toute taille qui ont déjà opéré une mue et qui ne devraient pas observer une augmentation significative de leur réseau.

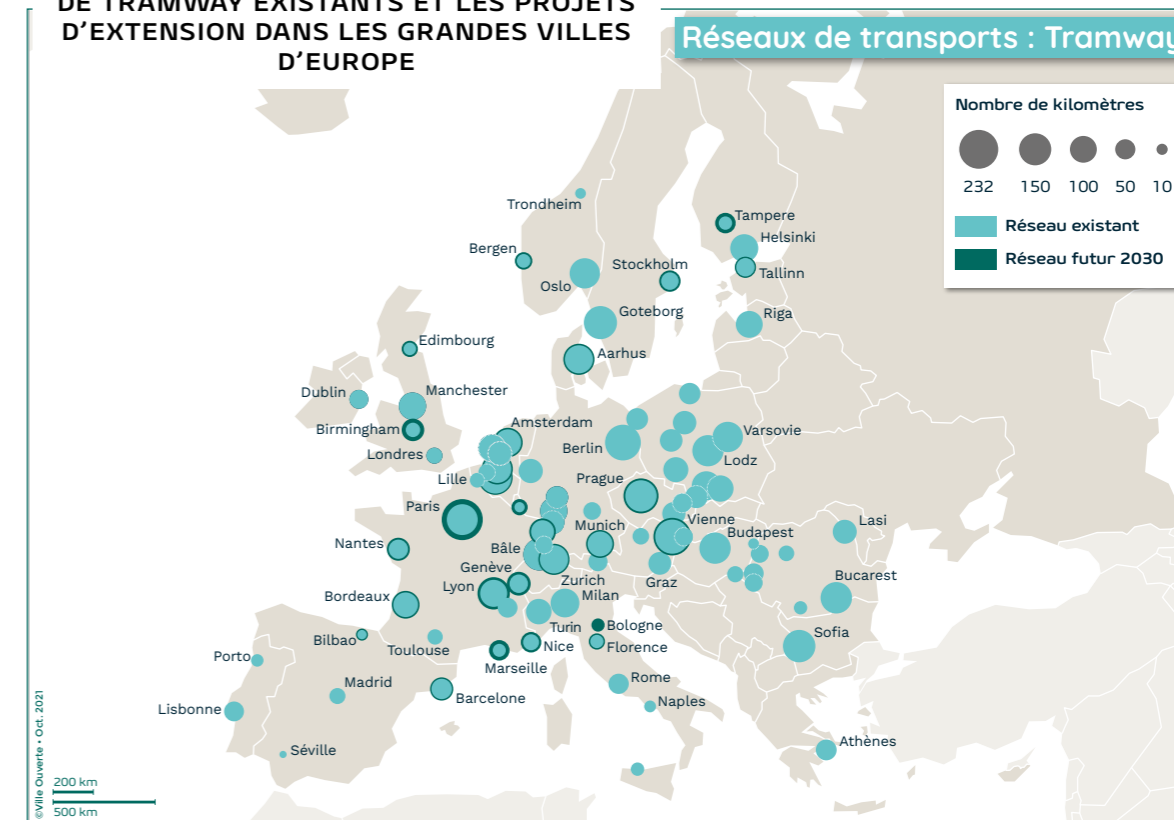
<sup>1</sup>Kahn, M. E. (2007), «Gentrification Trends in New Transit-Oriented Communities : Evidence from 14 Cities That Expanded and Built Rail Transit Systems», Real Estate Economics  
McMillen D. P. et McDonald J. (2004). «Reaction of House Prices to a New Rapid Transit Line : Chicago's Midway Line, 1983-1999», Real Estate Economics

## LES RÉSEAUX DE TRANSPORTS PUBLICS DE MÉTRO EXISTANTS ET LES PROJETS D'EXTENSION DANS LES GRANDES VILLES D'EUROPE



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie

## LES RÉSEAUX DE TRANSPORTS PUBLICS DE TRAMWAY EXISTANTS ET LES PROJETS D'EXTENSION DANS LES GRANDES VILLES D'EUROPE

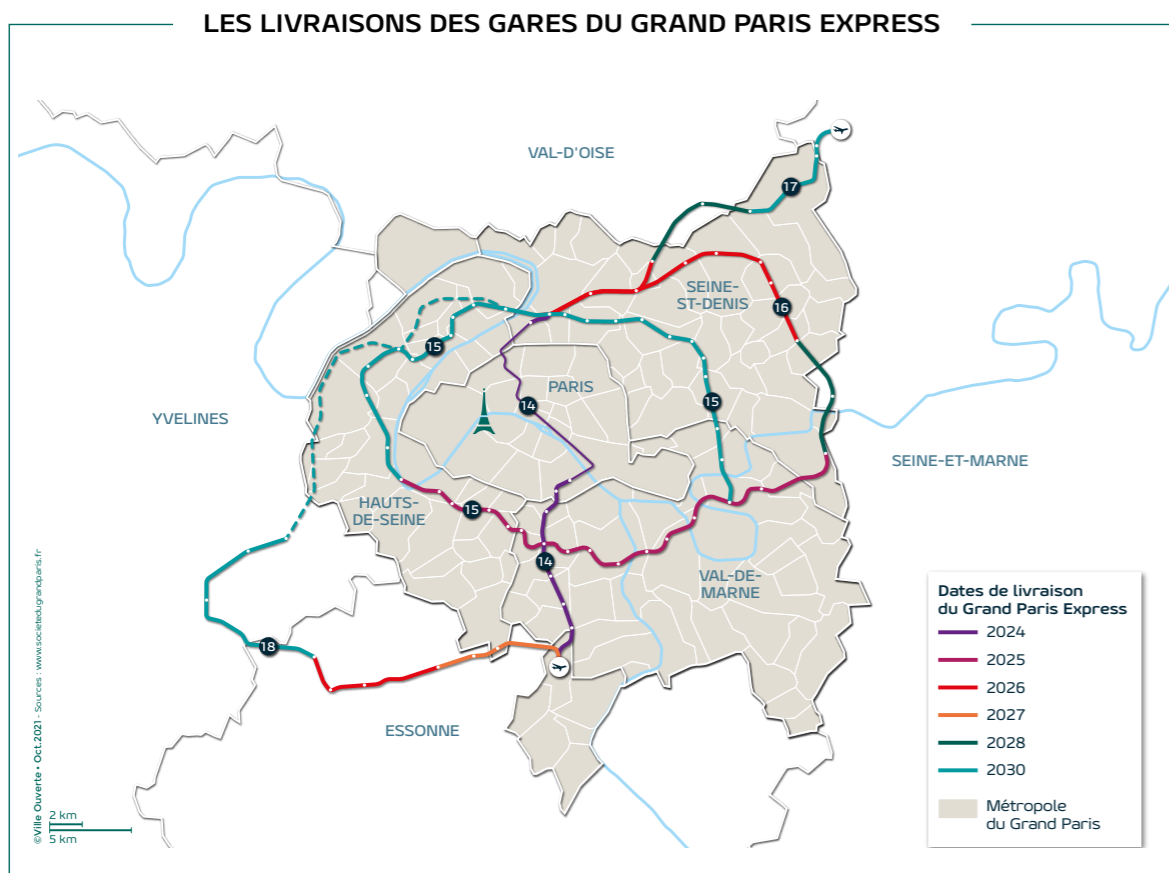


Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie



## FOCUS SUR LES DATES DE LIVRAISON DU GRAND PARIS EXPRESS

Avec déjà plus de 12 millions d'habitants, l'Ile-de-France va poursuivre sa croissance économique et démographique à l'horizon 2030. La création de valeur future en immobilier est largement subordonnée à la livraison progressive des gares du plus grand projet urbain d'Europe avec 200 km de lignes de métro et 68 nouvelles gares.



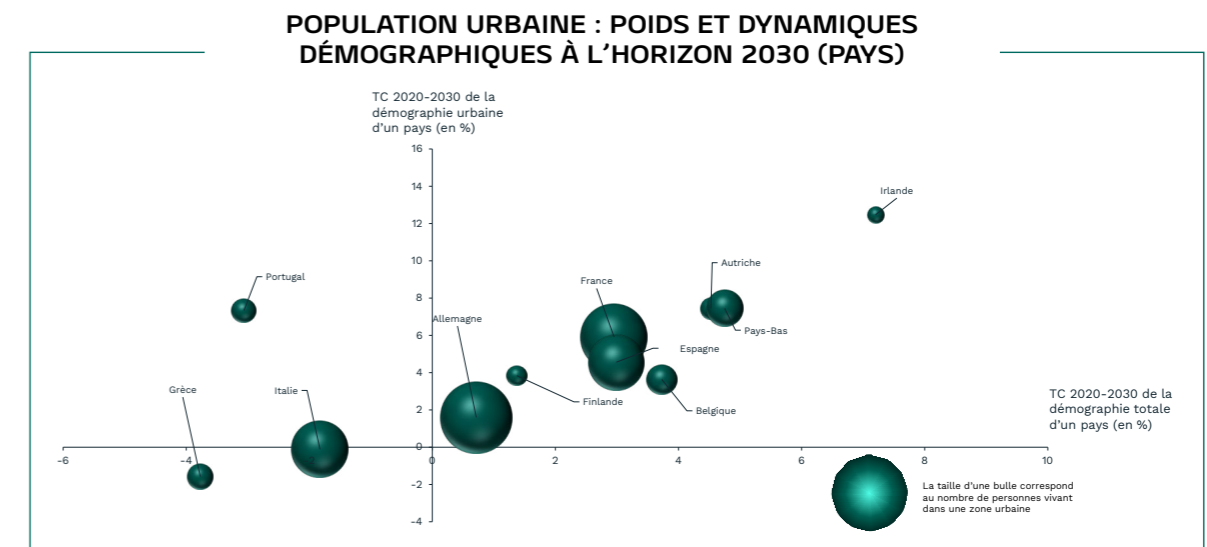
Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Société du Grand Paris

## LES PRIX ET LES LOYERS PARFOIS TROP ÉLEVÉS DES MÉTROPOLIS CONDUISENT CERTAINES CATÉGORIES DE LA POPULATION À OPTER POUR LES VILLES/BANLIEUES À PROXIMITÉ DES GRANDS CENTRES URBAINS

Même si le solde migratoire entre zones rurales et zones urbaines a plutôt tendance à se stabiliser, la dynamique démographique s'accompagne d'une densification des grandes régions urbanisées. Ainsi sur la période 2011-2019, la pression pour se loger dans les centres urbains en Zone euro ont connu une croissance de leur population totale mais au profit des banlieues plus que dans les centres déjà densément peuplés. Plusieurs éléments expliquent cette tendance. Les prix et les loyers élevés ont exclu une partie de la population aux revenus intermédiaires et faibles, notamment les classes moyennes. La recherche de plus d'espace ou le développement des transports publics (métro, tramway, etc.) ont conduit certains ménages à faire le choix des banlieues à proximité des centres urbains densément peuplés ou des villes secondaires. Cette situation a conduit à maintenir sous pression les prix et les loyers des grandes métropoles en Europe durant la décennie écoulée.

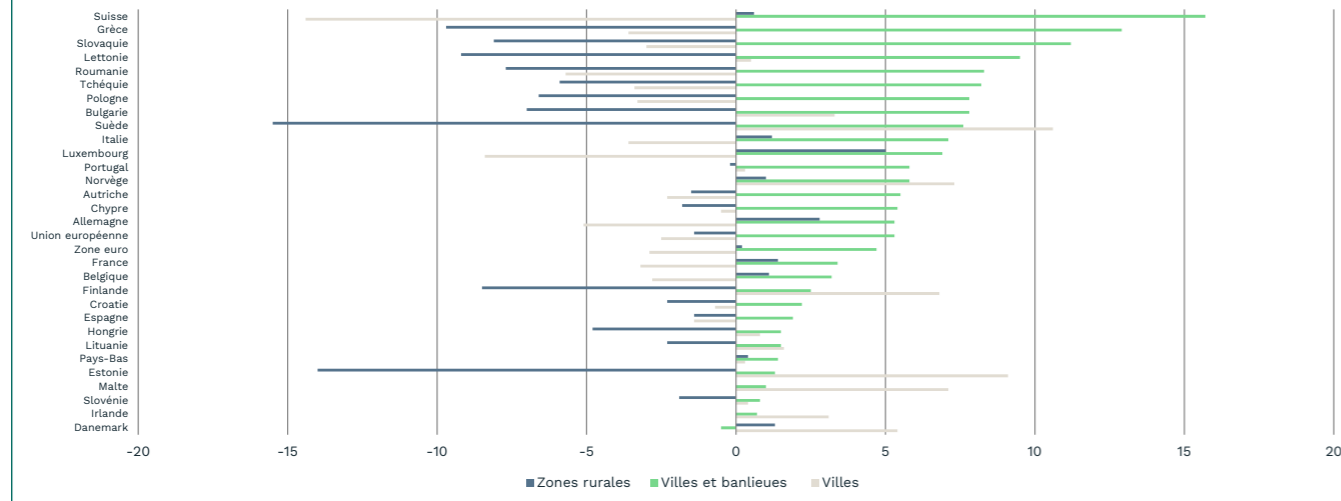
La crise du Covid a donc maintenu une tendance déjà identifiée avec cette fois la recherche d'un espace extérieur (terrace, balcon, jardin) et de plus de m<sup>2</sup> pour pouvoir télétravailler. Ainsi, les ménages qui continuent d'avoir un emploi en centre-ville acceptent plus facilement d'aller en périphérie. Les grandes métropoles ne sont donc pas délaissées. De plus, d'autres ménages urbains optent pour une résidence secondaire, ou semi-principale où l'on peut télétravailler avant de retourner travailler à proximité de son lieu de travail dans le centre d'une métropole, contribuant à dynamiser les prix dans les zones rurales ou dans les villes secondaires au cours des derniers mois.

À l'horizon 2030, les perspectives démographiques devraient à nouveau conduire à un renforcement de la pression pour se loger dans les grandes régions urbanisées (centres et banlieues) en raison de leur attractivité en termes d'emplois et de mutations familiales.



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Oxford Economics, Eurostat

### EVOLUTION DE LA PART DES LOCATAIRES\* DANS LES PRINCIPAUX PAYS EUROPÉENS (EN %)



Définition du degré d'urbanisation. Le degré d'urbanisation est une classification d'Eurostat basée sur les trois catégories suivantes :

- villes, autrement appelées zones densément peuplées (zones métropolitaines la plus centrale);
- villes et banlieues, autrement appelées zones de densité intermédiaire (zones métropolitaines et non métropolitaines);
- zones rurales, autrement appelées zones à faible densité de population (zones non métropolitaines).

Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Eurostat



VERS UN RÉSIDENTIEL  
COMPLEXE : LES  
MODÈLES ÉMERGENTS

## DES MÉTROPOLLES MULTIGÉNÉRATIONNELLES

Le résidentiel doit répondre aux différentes attentes des individus selon leurs besoins et leurs attentes au cours de leur vie. Dans une société pluri-générationnelle, l'habitat doit donc s'adapter pour répondre aux besoins de plusieurs générations à travers différents éléments de la vie (étudiant, population active, seniors et grand âge).

### LES ÉTUDIANTS

Les générations en âge de suivre un cycle secondaire souhaitent prolonger leurs études à la fois pour des raisons professionnelles (meilleure employabilité) et pour des raisons personnelles (« crise du quart de vie »). La possibilité de poursuivre des études supérieures offre l'avantage de pouvoir habiter dans une métropole internationale. Cela permet à cette génération de combiner deux éléments importants pour elle : préserver la mobilité et l'indépendance malgré un pouvoir d'achat souvent restreint.

### LES ACTIFS

Malgré la crise actuelle, les métropoles demeurent un rouage central des économies des pays européens. Elles concentrent de nombreux emplois et contribuent amplement à la création de la richesse nationale. La concentration (des services publics, des différents moyens de transport, de la présence de nombreuses

entreprises, d'une offre culturelle pléthorique, d'une offre scolaire de choix, etc.) fait de ces zones des lieux attractifs mais génère dans le même temps de fortes tensions sur le marché du logement conduisant à un effet « tâche d'huile » entre le centre et la périphérie. Ainsi, le niveau actuel du coût (prix ou loyer) au m<sup>2</sup> du résidentiel dans les centres densément peuplés des grandes métropoles pousse certains ménages à faire le choix de la banlieue plus ou moins proche des centres afin de gagner ou de maintenir leur pouvoir d'achat et leur mobilité professionnelle. Cette situation est facilitée par le travail à domicile.

### LES SENIORS ET LE GRAND ÂGE

Le passage à l'âge de la retraite représente une nouvelle étape dans la vie avec de nouvelles attentes et de nouveaux besoins. L'Europe va connaître dans la décennie qui vient une accélération rapide du vieillissement de sa population. Ce phénomène sera très net dans des pays comme l'Allemagne ou en Italie. Par conséquent, les ratios de dépendance vont poursuivre leur augmentation dans les dix prochaines années. Cela signifie que la demande pour les résidences seniors puis pour les résidences médicalisées va se renforcer de façon progressive. Vivant plus longtemps en bonne santé, les seniors veulent rester indépendants le plus longtemps possible, pouvoir accéder aux restaurants, avoir accès à des services de santé de qualité tout en restant proches de leurs enfants, petits-enfants et amis qui habitent majoritairement dans ou à proximité d'une métropole.



## LES FORMATS RÉSIDENTIELS DE DEMAIN : VERS LE DÉVELOPPEMENT DE L'IMMOBILIER SERVICIEL

### LE COLIVING, OU LE RENOUVEAU DE LA VIE EN COMMUNAUTÉ 4.0

Le coliving est un concept d'habitat adapté pour des personnes qui se situent dans une phase de transition dans leur vie. Le coliving permet d'emménager dans un logement immédiatement opérationnel (meublé, équipé et connecté). D'autre part, le coliving inclut généralement des services, des activités et des équipements pouvant être privatisés ou partagés avec la communauté.

Les espaces partagés sont de différentes natures : cuisine, salon, terrasse, jardin, roof top, salle de cinéma, salle de sport, espace de coworking, etc.

La typologie de logement en coliving peut être segmentée de la façon suivante :

- un studio privé. Ce logement dispose normalement d'une chambre, une salle de bain et une cuisine. Des espaces collectifs (coworking, salon, bar, restaurants, etc.) peuvent également être disponibles. Un studio en coliving est la solution la plus onéreuse ;
- une chambre semi-privative. Ce type d'habitat est généralement composé d'une chambre avec une petite cuisine et/ou une salle de bain. Dans cette configuration, il y a également des espaces partagés comme un salon, une salle à manger par exemple ;
- une chambre privée et des espaces communs. Dans cette configuration, la chambre est privée et généralement meublée. Ce type de logement en coliving comprend des espaces partagés comme la cuisine, la salle de bain ou le salon.

### LE MODÈLE ÉCONOMIQUE DES OPÉRATEURS DU COLIVING

Deux modèles économiques sont généralement utilisés par les opérateurs :

- soit l'opérateur souhaite une externalisation des murs et optera pour un bail commercial avec le propriétaire-investisseur. Cette situation offre l'avantage de valoriser

l'immobilier en le confiant à des professionnels de ce secteur. D'autre part, la séparation de l'immobilier et de l'exploitation est un bon moyen de retrouver et/ou préserver du cash pour l'exploitation ;

- soit l'opérateur souhaite gérer lui-même les murs et en garder la propriété. Il en assure également l'exploitation. Cette situation contraint toutefois l'opérateur à une grosse consommation de cash qui ne pourra pas aller à l'exploitation.

### L'ACCÉLÉRATION DU DÉVELOPPEMENT DU « BUILD TO RENT »

Le concept de « Build to Rent » signifie construire pour louer, c'est-à-dire des logements construits pour la location et non des logements construits pour être vendus. Le « Build to Rent » représente une part « alternative » du segment locatif mais il est attendu en forte hausse dans de nombreux pays européens dans les prochaines années.

Le « Build to Rent » offre du service. C'est la principale différence avec d'autres concepts. L'ambition est de proposer une gestion professionnelle sur place des locaux et des équipements. Des espaces tels que des salles de sport, des lieux de coworking, etc. sont disponibles à l'intérieur des bâtiments. Ainsi, des opérateurs proposent des équipes de maintenance pour répondre à tous les problèmes rapidement, un libre accès aux espaces partagés pour tous les résidents, avec la possibilité de les réserver pour des événements privés.

### LE MODÈLE ÉCONOMIQUE DU BUILD TO RENT

Les 3 principaux modèles commerciaux identifiés sont les suivants :

- dans le premier modèle l'opérateur est le point d'entrée pour l'ensemble des interlocuteurs. L'opérateur supportera donc le risque de loyer et devra assurer la rémunération du propriétaire indépendamment de sa capacité à remplir la résidence ou à assurer la collecte des loyers. Enfin l'opérateur pilote généralement l'ensemble des prestataires de services ;

- dans le deuxième modèle, l'opérateur est l'interlocuteur du locataire mais le bail est signé avec le propriétaire. L'opérateur réalisera pour le compte du propriétaire un certain nombre d'opérations (commercialisation, collecte des loyers, contrats de prestations de maintenance, contrats des fournisseurs de services, etc.). Toutefois, le risque loyers est partagé entre le propriétaire et de l'opérateur à hauteur d'un pourcentage sur la collecte des loyers ;
- dans le troisième modèle, l'opérateur est également l'interlocuteur du locataire avec un bail signé entre le propriétaire et le locataire mais la différence avec le modèle précédent réside dans le fait que le propriétaire collectera directement les loyers. L'opérateur aura généralement un rôle de contrôle des impayés. Le risque de loyer est également partagé.

## LES RÉSIDENCES SENIORS

Les résidences seniors permettent de répondre aux aspirations actuelles des seniors. En effet, ces derniers souhaitent rester actifs socialement, culturellement et physiquement. Le recours aux services à domicile permet aux seniors autonomes de reculer l'âge de la prise en charge pour une situation réellement critique. Des services en adéquation avec les besoins des seniors sont également proposés dans ce type d'hébergement. Deux grands types d'offres coexistent :

- la première offre cible des personnes âgées avec un risque de perte d'autonomie. Ce sont généralement des personnes de plus de 75 ans. Ils restent généralement dans ces résidences jusqu'à une perte sensible d'autonomie physique. Les espaces communs de ces résidences sont généralement de grande taille, avec un restaurant et les équipes salariées assez importantes. Ces

résidences ont une implantation dans les centres-villes des villes secondaires ou des villes de banlieue.

- la deuxième offre s'adresse principalement à des seniors âgés de 65 à 75 ans. Ces résidences seniors sont caractérisées par des espaces communs de taille intermédiaire, des petites équipes salariées et peu d'animation. Un espace restaurant est rare dans ce modèle. Ces résidences font le choix de l'externalisation d'une grande partie des services à disposition des résidents. La flexibilité de ce modèle permet de faciliter les lieux d'implantation aussi bien en zone rurale, péri-urbaine qu'en centre-ville de villes secondaires ou de métropoles.

## LE MODÈLE ÉCONOMIQUE DES OPÉRATEURS DES RÉSIDENCES SENIORS

Deux grands types de modèles économiques coexistent :

- le modèle propriétaire-occupant. Dans ce modèle la gestion des services et équipements sont internalisés. La facturation est normalement mutualisée concernant les charges courantes. Les principaux points faibles de ce modèle concernent le fait que les coûts sont déconnectés de l'usage réel ne permettant pas une bonne lisibilité des coûts, souvent très élevés de surcroît ;
- le modèle locataire-occupant. La gestion des services est réalisée par l'exploitant. Un forfait de services de base est proposé aux occupants. Il peut être complété par des services additionnels individualisables ou sous forme de packages. La facturation permet donc une plus grande souplesse et une meilleure lisibilité. Cela permet également à l'occupant de moduler les coûts selon ses besoins.

### COLIVING



Image: republicainmobiliaria.com

### RÉSIDENCES SENIORS



Image: Cogedim

### « BUILD TO RENT »



Image: standard.co.uk

## Un modèle financier en devenir : la déconstruction du droit de propriété

Dans de nombreux pays européens il est possible de décomposer la propriété immobilière en plusieurs types de droits. Ces droits ont leurs caractéristiques propres en termes de performance et se prêtent donc à des innovations en matière de structuration des investissements résidentiels.

Le cas de démembrement le plus courant, largement pratiqué en France, est le démembrement entre la nue-propriété et l'usufruit. La nue-propriété renvoie au latin *abusus* (le droit de céder ou aliéner un bien) et l'usufruit au droit de percevoir le loyer (*fructus*) ou de l'occuper (*usus*). Il existe également des fonds qui acquièrent la nue-propriété de biens (*viager*), ce qui permet de restituer une performance entièrement capitalisée à l'investisseur.

D'autres modalités de déconstruction de la propriété devraient se développer à l'avenir, comme le démembrement entre terrain et bâti, ou encore la « propriété à vie », i.e. le droit d'acquies un bien sans pouvoir le transmettre. Ces formules permettent à l'investisseur d'acheter un droit démembré avec une décote par rapport à un droit de pleine propriété. Politiquement, elles constituent une des réponses à l'exclusion de jeunes et des ménages de classes moyennes du marché de la propriété dans les localisations les plus onéreuses.



# LA RELATION PROPRIÉTAIRE - LOCATAIRE DANS LES PRINCIPAUX PAYS EUROPÉENS : REVUE DES LÉGISLATIONS EUROPÉENNES

Les modèles de résidentiel serviciel sont d'autant plus demandés que la culture nationale est en faveur de la location et que la réglementation ne pénalise pas excessivement le locataire.

**Les loyers ont connu une augmentation constante en Europe ces dernières années permettant aux investisseurs de se prémunir contre le risque d'inflation.** Des États, autorités régionales et/ou locales ont mis en place des dispositions juridiques ou réglementations en matière de location pour faciliter l'accès au logement et limiter les hausses trop importantes des loyers en raison d'un déséquilibre entre l'offre et la demande. L'objectif de ces mesures est d'assurer une transparence des loyers et de les corriger lorsque c'est nécessaire. Ces mesures assurent dans le même temps des revenus réguliers et sécurisés, permettant de faire du résidentiel une bonne couverture contre le risque d'inflation pour l'investisseur tout en protégeant le locataire. Nous avons choisi de sélectionner les principaux pays pour comprendre les spécificités mais aussi la complexité concernant le droit de location de chaque pays.

## AUTRICHE

La loi autrichienne est favorable aux locataires. La réglementation est stricte concernant le niveau des loyers.

Les règles sont moins restrictives pour les bâtiments plus récents avec une réglementation pour la protection des locataires, mais il n'y a pas de réglementation des loyers.

## ALLEMAGNE

La loi allemande est pro-locataire. Les loyers peuvent être librement consentis mais les loyers « surélevés » peuvent faire l'objet d'un recours par la suite.

Les augmentations de loyer sont contrôlées et ne peuvent excéder 20 % en termes nominaux (moins en termes réels) sur trois ans.

La Cour constitutionnelle allemande a annulé en septembre 2021 la loi promulguée il y a un an par les dirigeants de la capitale, Berlin, afin d'encadrer les loyers. Cela signifie qu'il incombera à l'État fédéral de légiférer pour qu'une mesure concernant les loyers soit considérée comme constitutionnelle.

## BELGIQUE

Les loyers peuvent être librement négociés. Toutefois, les augmentations de loyer qui seraient supérieures au taux d'inflation ne peuvent être inscrites dans le contrat. Dans tout contrat de location, le loyer est automatiquement révisé une fois par an en fonction du coût de la vie. Cette indexation se fait sur la base de l'indice santé (calculé à partir de l'indice des prix à la consommation n'incluant pas le prix du tabac, des boissons alcoolisées, de l'essence et du diesel), qui est publiée par le Service Public Fédéral (SPF). La durée du bail est flexible.

## DANEMARK

Les lois sont fortement favorables aux locataires au Danemark. Il existe cinq formes différentes de contrôle des loyers au Danemark en fonction de l'âge du bâtiment. D'autre part, le système est très complexe. Cependant, les loyers des logements construits après 1991 sont exonérés du contrôle des loyers.

## ESPAGNE

Le marché espagnol du résidentiel est favorable aux locataires.

Le propriétaire et le locataire ont la liberté contractuelle de fixer le loyer. Cependant, les augmentations de loyer sont liées à l'indice des prix à la consommation et limitées à une fois par an. Des loyers encadrés ont été mis en place en Catalogne mais la question de leur application demeure.

## FINLANDE

Les lois et la pratique finlandaises sont assez neutres entre les propriétaires et les locataires.

Les locations ne sont généralement pas réglementées. Le propriétaire et le locataire peuvent négocier librement les loyers, mais les tribunaux peuvent réduire le loyer existant s'il dépasse de manière significative le taux moyen du marché appliqué à des appartements comparables dans une région.

## FRANCE

Le droit français est très favorable aux locataires.

Le loyer initial peut être librement consenti. Mais des révisions de loyer peuvent être faites (une seule fois par an) et au maximum de la hausse de l'indice IRL (indice de référence des loyers) de l'INSEE.

Certains territoires sont concernés par l'encadrement des loyers lors d'un changement de locataire. Initié par la loi Alur en 2014, le dispositif d'encadrement des loyers a été remplacé par la loi Elan en novembre 2018. Elle donne aux communes situées en zones tendues deux ans, soit jusqu'à fin 2020, pour formuler une demande d'application sur leur territoire de l'encadrement des loyers.

Initialement en vigueur à Paris et Lille, l'encadrement des loyers va s'appliquer sur les territoires de Plaine commune (9 villes : Aubervilliers, Épinay-sur-Seine, Pierrefitte-sur-Seine, Saint-Denis, Villetaneuse, Stains, L'Île-Saint-Denis, la Courneuve et Saint-Ouen) depuis le 1er juin 2021, dans les communes d'Est Ensemble (Bagnole, Bobigny, Bondy, Le Pré-Saint-Gervais, Les Lilas, Montreuil, Noisy-le-Sec, Pantin et Romainville) mais aussi à Lyon, Villeurbanne, Bordeaux et Montpellier où l'encadrement des loyers rentrera en vigueur entre fin 2021 et début 2022.

## ITALIE

La loi italienne est orientée en faveur du locataire. Les loyers peuvent initialement être librement négociés, mais les augmentations sont limitées. Les propriétaires ne peuvent augmenter le loyer qu'après le contrat initial de 4 ans.

## IRLANDE

La protection des locataires en Irlande est importante mais équilibrée avec le propriétaire.

Les parties sont libres de négocier les loyers. Toutefois, le montant du loyer ne doit pas dépasser le taux du marché libre. Le loyer est révisable une fois par an. Les litiges liés aux loyers sont portés devant le Private Residential Tenancy Board (PRTB). Les zones de tension locative de 2016 (comme Dublin) ne peuvent pas augmenter les loyers de plus de 4% par an, à moins d'une importante rénovation du logement.

## PAYS-BAS

Le marché locatif néerlandais est favorable aux locataires.

Les propriétaires peuvent fixer librement le loyer. Un propriétaire peut augmenter le loyer une fois par an, mais le gouvernement fixe le pourcentage maximum d'augmentation.

Le loyer payé peut être librement convenu entre le propriétaire et le locataire, pour les biens dans le segment « non réglementé ». Les logements du secteur « réglementé » sont soumis au contrôle des loyers.

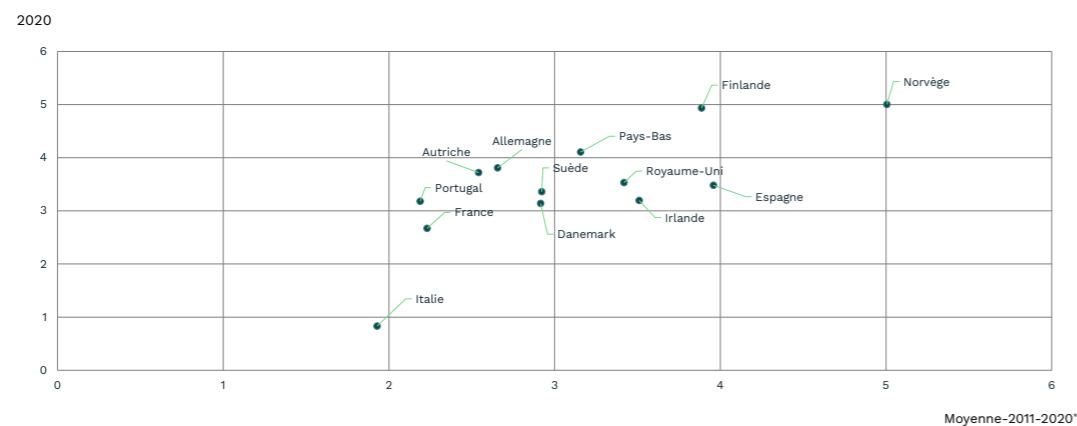
## SUÈDE

Le marché locatif suédois est strictement réglementé.

Les loyers sont fixés à un niveau qui conduit à avoir des taux de rendement assez faible pour un investisseur. Les loyers sont peu influencés par la localisation, de sorte que les unités métropolitaines sont particulièrement sous-évaluées. Le système est régi par les tribunaux des loyers.

Les immeubles résidentiels construits après 2011 peuvent plus facilement appliquer un loyer plus élevé.

**CROISSANCE DU REVENU LOCATIF DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL EN PORTEFEUILLE DES INVESTISSEURS DANS LES PRINCIPAUX PAYS D'EUROPE (EN%)**



\*Ou dernières années disponibles  
Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après MSCI



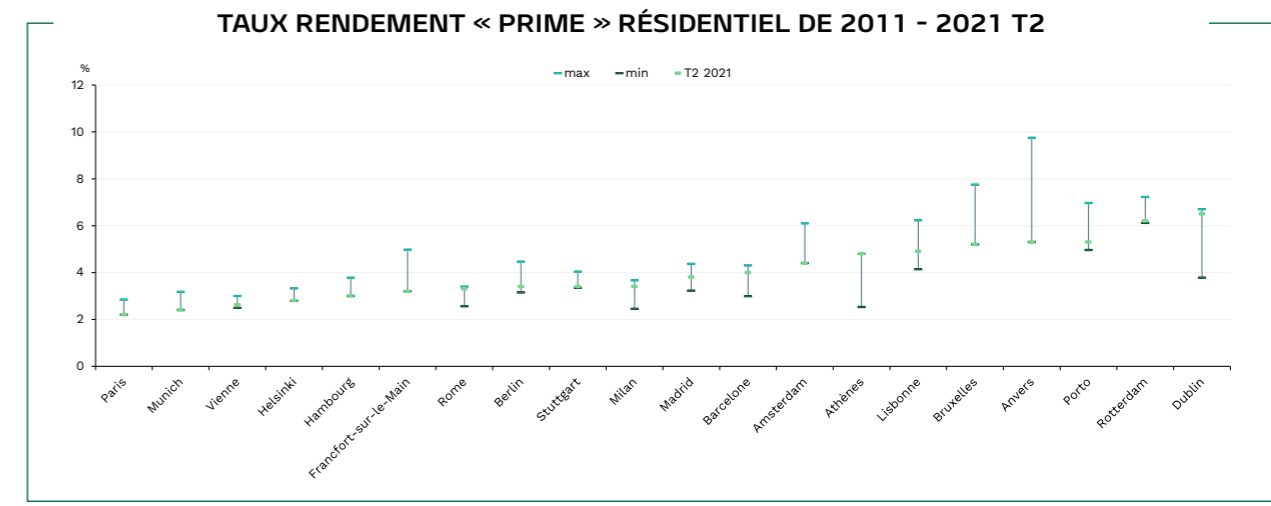
**L'INSTITUTIONNALISATION  
DU LOGEMENT**

# CONCENTRATION DES CAPITAUX VERS LE MARCHÉ EUROPÉEN DU RÉSIDENTIEL EN BLOC

Le résidentiel en « bloc » a été fortement sollicité par les investisseurs dans les stratégies d'allocation d'actifs en une décennie. Sur la période 2011-2021, ce sont en moyenne 40 Mds € qui ont été investis en Europe chaque année. Depuis 2018, le résidentiel est devenu la deuxième classe d'actifs la plus investie derrière le bureau, dépassant le commerce. Le marché européen du résidentiel en bloc incluant les logements individuels et collectifs se concentre sur l'Allemagne avec 32% des capitaux investis

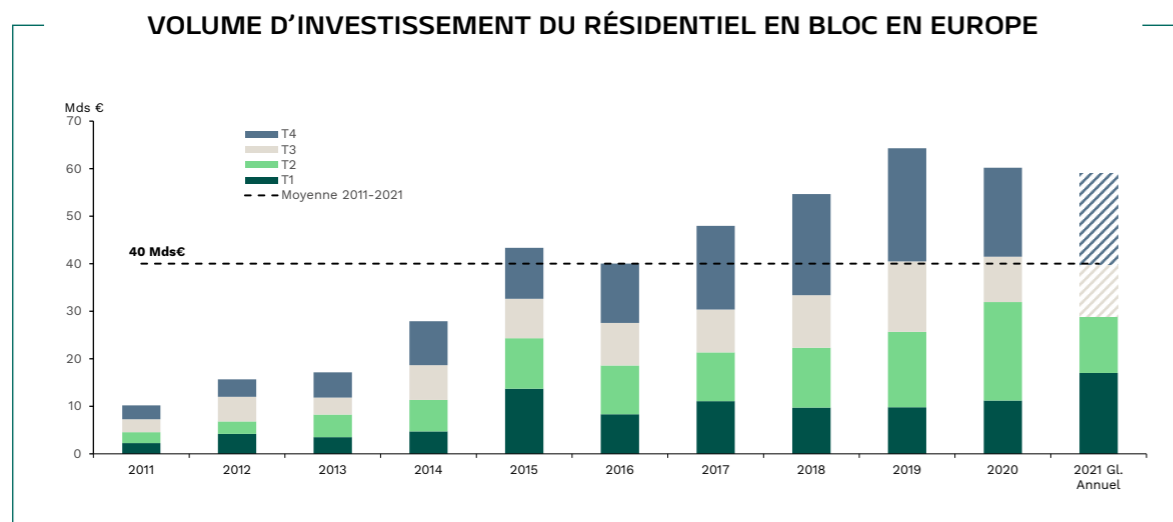
entre 2011 et 2020. Les Pays-Bas, la Suède, l'Espagne, la France, le Danemark, l'Autriche et la Finlande sont également des destinations attractives pour les investisseurs avec 34% des capitaux engagés.

Les principales métropoles d'Europe ont majoritairement connu des compressions de leur taux de rendement « prime » entre 2011 et 2021 T2. Paris, Munich, Vienne ou encore Helsinki ont un taux « prime » inférieur à 3%. Les rendements supérieurs à 5% sont envisageables dans certains pays comme la Belgique, les Pays-Bas ou l'Irlande. Les villes qui ont connu les plus importantes décompressions sont Rome, Milan, Barcelone, Athènes et Dublin. A l'inverse, les compressions les plus importantes ont été constatées dans des villes comme : Francfort-sur-le-Main, Berlin, Amsterdam, Bruxelles, Anvers ou Rotterdam.

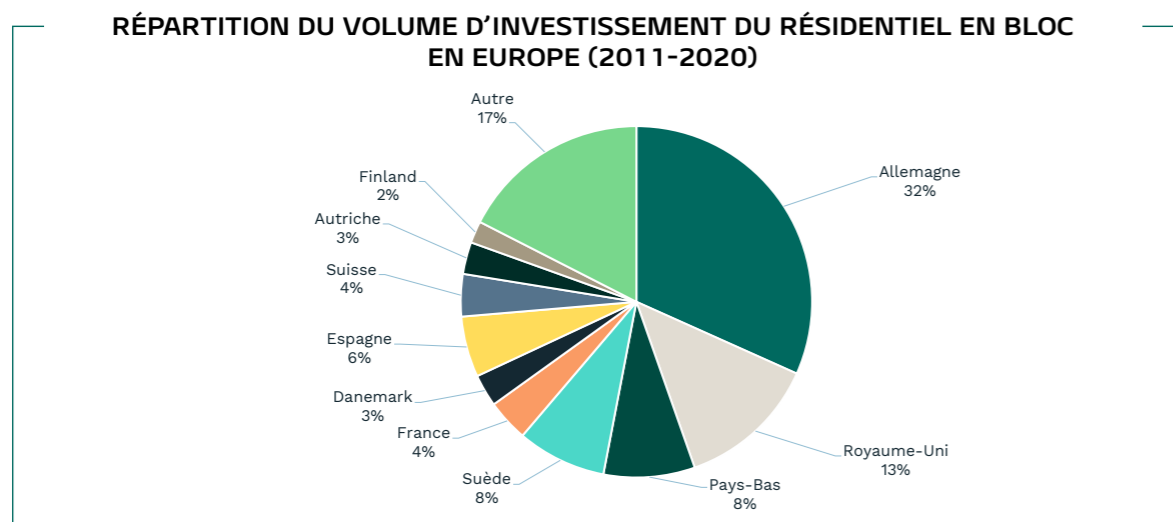


Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Brokers, RCA, CBRE

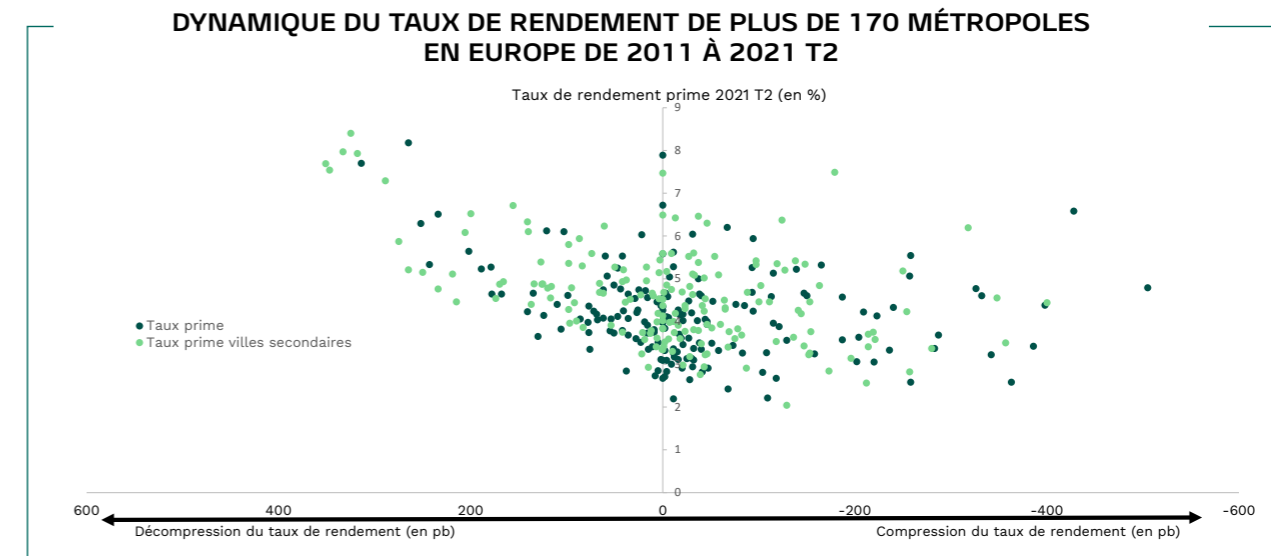
Nous avons analysé la dynamique des taux de rendement de plus de 170 marchés de métropoles et de villes secondaires pour l'ensemble de l'Europe sur la période 2011-2021 T2, incluant des pays hors Union européenne comme le Royaume-Uni, la Norvège ou encore la Suisse par exemple. Plus de la moitié des marchés a enregistré une compression des taux de rendement, un peu moins de 10% des marchés sont demeurés stables et une décompression a été enregistrée sur environ 40% des marchés analysés, avec une représentation plus importante pour les villes secondaires. Pour mener à bien une stratégie d'investissement, une politique fine d'aide à la décision doit être mise en place.



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Brokers, RCA, CBRE



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Brokers, RCA, CBRE



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie

## LE COUPLE PERFORMANCE/VOLATILITÉ DU RÉSIDENTIEL OFFRE UN RISQUE MAÎTRISÉ PERMETTANT UNE ALLOCATION DIVERSIFIÉE ET OPTIMISÉE

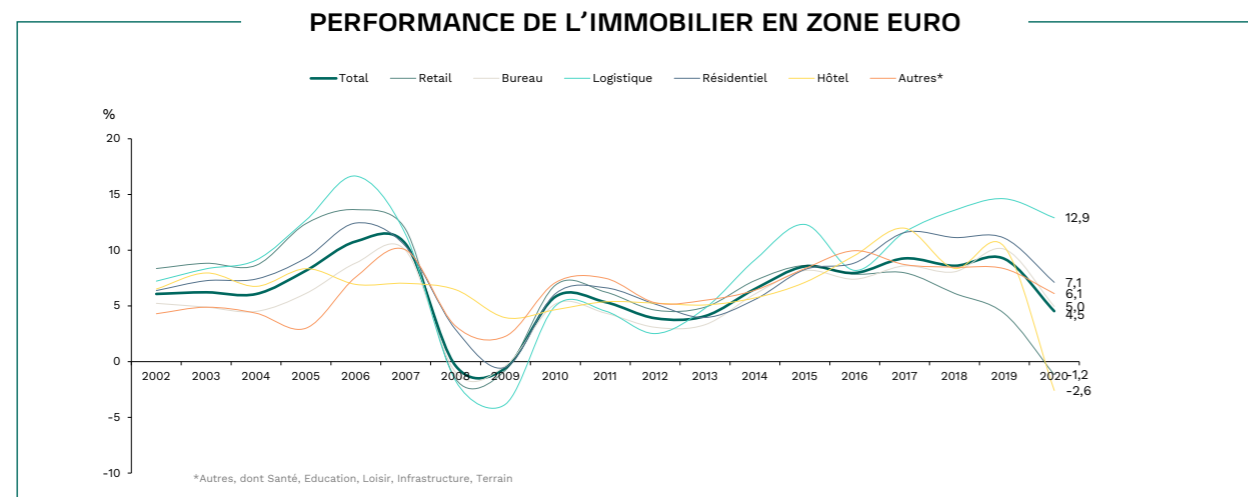
La performance globale de l'immobilier en zone euro basée sur les indices MSCI (composé du rendement locatif et du rendement en capital) montre que la volatilité du résidentiel est moins forte comparativement aux autres classes d'actifs.

D'autre part, sur la décennie écoulée, **le résidentiel a délivré un rendement global<sup>2</sup> supérieur en moyenne d'environ 100 pb comparativement à l'ensemble des actifs avec une performance totale (revenu + gain en capital) annuelle moyenne de 7,9% entre 2011-2020.** Avec une tendance à la stabilité entre 2017 et 2019, d'environ

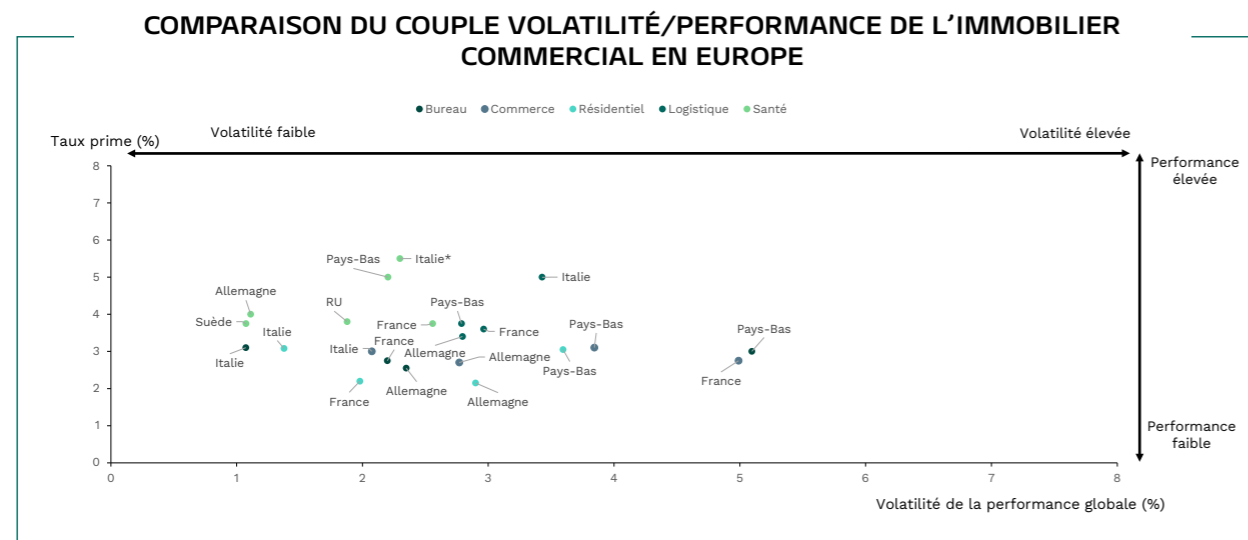
11%, la performance du résidentiel individuel et collectif a réussi à délivrer la deuxième meilleure performance en 2020 en pleine crise sanitaire internationale avec un rendement de 7,1%.

Sur la période 2015-2020, l'immobilier résidentiel présente un couple performance/volatilité défensif. Cela signifie qu'il peut être intéressant de le combiner avec des actifs offrant un rendement locatif plus élevé mais avec un rendement en capital plus volatil afin de diversifier le risque d'un portefeuille et d'avoir une complémentarité intéressante entre les actifs.

<sup>2</sup>Addition du rendement locatif et des gains en capital.



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après MSCI



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après MSCI

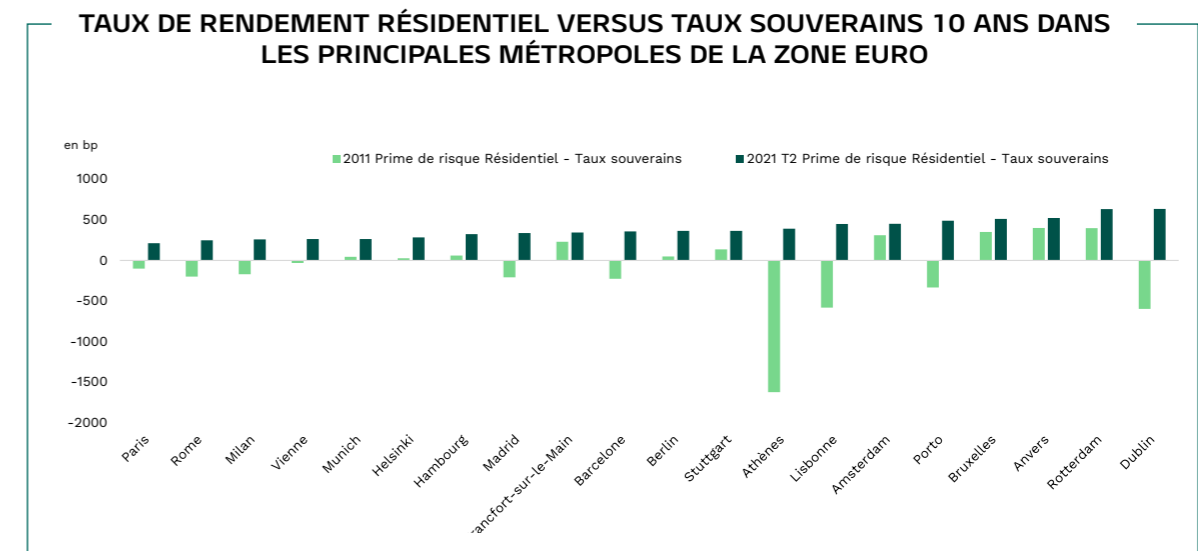
## UNE PRIME DE RISQUE CONFORTABLE ENTRE LE RÉSIDENTIEL ET LES OBLIGATIONS SOUVERAINES

Malgré une compression des taux de rendement durant la crise, la prime de risque entre le résidentiel et les obligations souveraines demeure en faveur de l'immobilier résidentiel. Dans le contexte actuel, les taux souverains à 10 ans sont restés très bas en raison de la politique accommodante de la BCE. Le résidentiel dispose actuellement d'une prime de risque comprise entre 200 et 600 pb avec des taux « prime » proche de ceux des actifs « prime » de bureau à la fin du deuxième trimestre 2021.

De 2011 à 2021 T2, l'ensemble des pays analysés

ont connu une compression de leur taux souverain à 10 ans plus ou moins marquée. La prime de risque de l'immobilier résidentiel s'est reconstituée pour certains pays (France, Italie, Espagne, Grèce, Portugal, Irlande) permettant une rémunération rationnelle des risques intrinsèques de l'investissement en résidentiel.

Une large majorité des crédits à l'habitat est libellée à taux fixe. Cela signifie que les emprunteurs sont protégés car les charges de remboursement n'augmenteraient pas en cas d'éventuelle remontée des taux.



Source(s): Primonial REIM Recherche, Eurostat, Brokers, et Statistiques Nationales

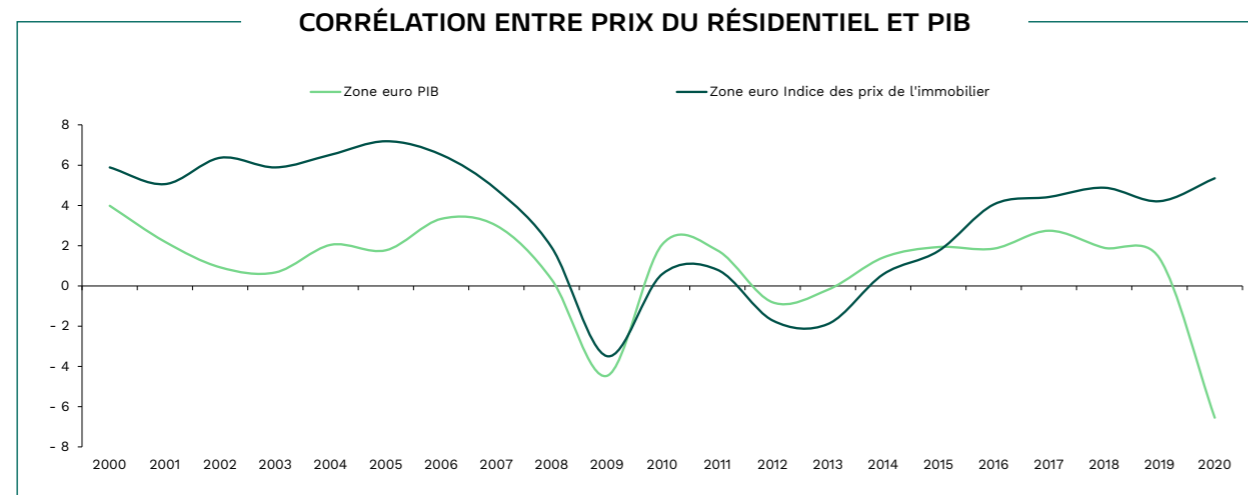




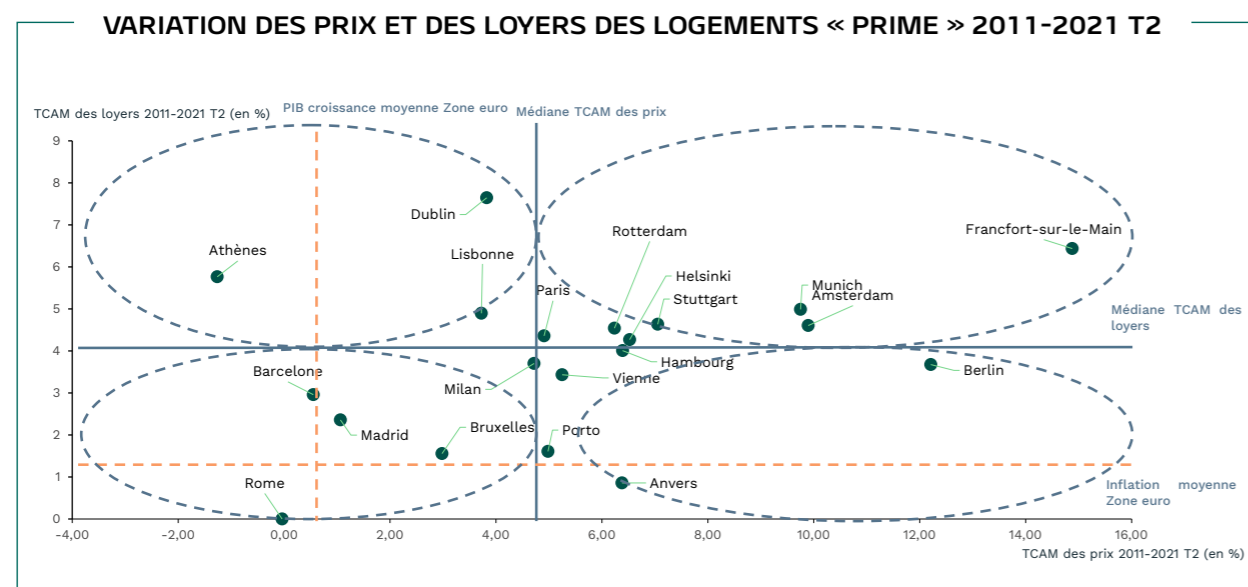
# LE RÉSIDENTIEL INDIVIDUEL ET COLLECTIF À L'ÉPREUVE DE LA CRISE SANITAIRE

Le résidentiel est généralement considéré comme une valeur refuge en temps de crise même si l'on a pu constater que la crise économique et financière de 2008/2009 et la crise des dettes souveraines européennes n'ont pas été absorbées par toutes les métropoles européennes de la même façon. Toutefois, le résidentiel est moins corrélé au PIB que d'autres classes d'actifs ce qui est particulièrement vrai durant la crise sanitaire de 2020. **Ainsi, malgré une récession économique historique, les prix du résidentiel n'ont pas baissé, et ont même continué leur progression. Plusieurs éléments sont venus alimenter cette tendance : une diminution des biens à la vente, une chute de la construction neuve renforçant encore plus le**

**phénomène de pénurie dans les zones tendues, la forte hausse des prix dans certaines des villes moyennes alimentée par les professions des grandes métropoles pouvant télétravailler et la stimulation de la demande grâce à des taux de crédit bas.** Les marchés européens avec un fort dynamisme économique (Berlin, Munich, Amsterdam, Paris) ont vu leurs fondamentaux (loyers et prix) surperformer, d'autres villes ont enregistré une dynamique modérée (Madrid, Bruxelles) alors que certaines métropoles (Athènes, Barcelone, Rome) ont sous-performé très nettement durant la période analysée (2011-2021 T2).



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Oxford Economics, Eurostat, statistiques nationales



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Oxford Economics, Eurostat, statistiques nationales

## CORRÉLATION ENTRE PRIX DU RÉSIDENTIEL ET PIB DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO (EN %)



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après MSCI

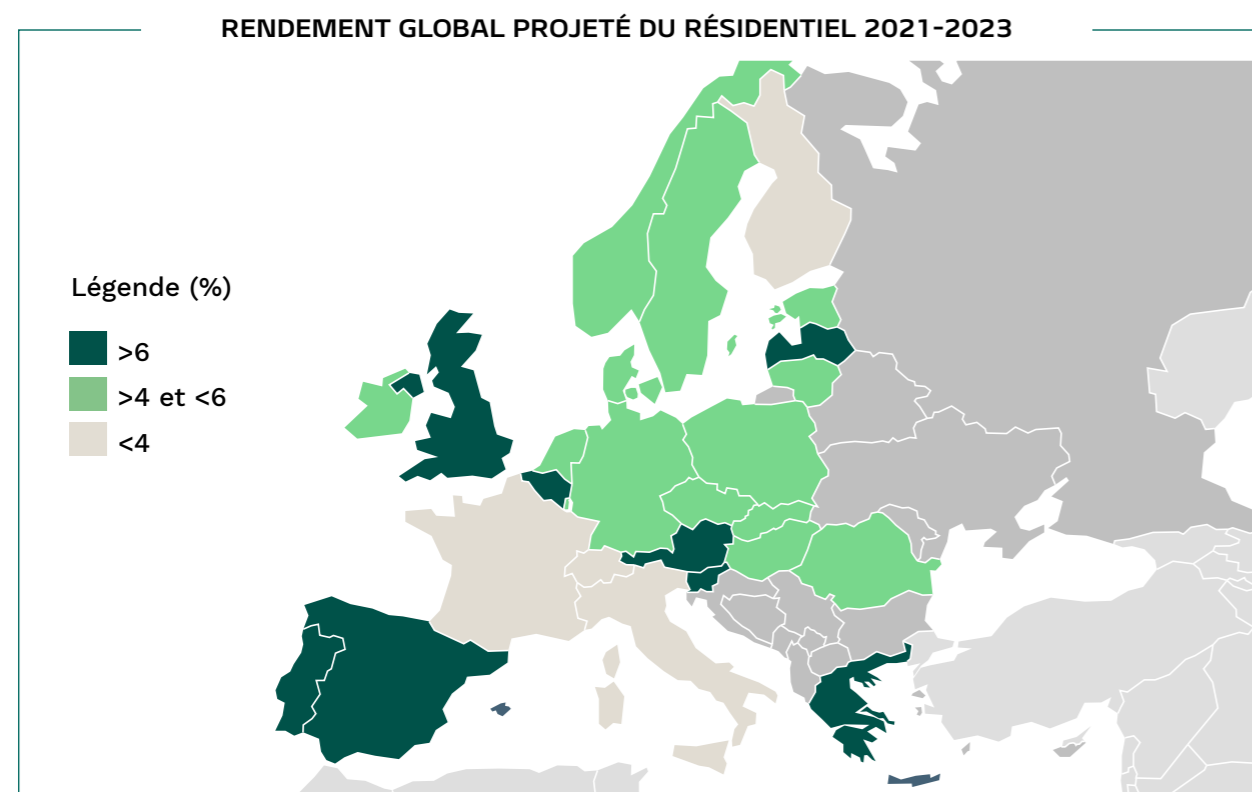
## DES PERSPECTIVES DE RENDEMENT GLOBAL BIEN ORIENTÉ À L'HORIZON 2023

Notre modèle de projection du rendement global du résidentiel en Zone euro pourrait enregistrer une hausse d'au moins 4% en moyenne annuelle entre 2021 et 2023. Toutefois, si la hausse sera importante en 2021, certains marchés ont des risques de corrections de leur valeur qui se sont renforcés au cours des derniers mois. C'est le cas du Royaume-Uni dès 2022 et de la Slovénie dès 2023. Toutefois, dans son ensemble, les marchés européens du résidentiel devraient connaître des perspectives positives de leur rendement global à l'horizon 2023. Ces bonnes perspectives sont envisageables en raison du rebond économique, d'une activité économique qui devrait être stimulée par le plan de relance

européen dans les prochaines années, du manque d'offre et de l'attractivité des taux d'intérêt pour les prêts à l'habitat. Ces éléments devraient donc contribuer à maintenir une croissance des prix du résidentiel en Zone euro à l'horizon 2023. Toutefois, l'ensemble des marchés européens ne vont pas performer de manière identique.

Dans une optique conservatrice, notre modèle projette un rendement global moyen compris entre 4% et 6%. Certains marchés devraient connaître un rendement global annuel supérieur à 6% alors que d'autres marchés enregistreront une croissance inférieure à 4%.

Toutefois, des risques pèsent sur ces perspectives : une crise financière, une remontée trop brusque des taux d'intérêt et/ou de l'inflation, la question de la relance européenne et celle de la dette resteront également d'actualité, sans oublier les aléas réglementaires qui touchent les marchés résidentiels ainsi qu'une croissance trop forte des prix du résidentiel pouvant conduire à d'importantes corrections en cas de retournement du marché.



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie

## L'EURO CITY RANKING DÉVELOPPÉ PAR PRIMONIAL REIM

L'immobilier résidentiel doit être analysé de manière fine car d'importantes disparités existent sur l'ensemble du territoire européen. Nous avons ainsi développé un indice spécifique pour faciliter la prise de décision pour mener une politique d'investissement : l'Euro City Ranking. Nous avons analysé plus de 130 villes en Europe.

La méthodologie appliquée a consisté à l'attribution d'une note en tenant compte des spécificités des dynamiques territoriales de chaque métropole et ville européennes en fonction de différents indicateurs :

- **démographiques** : population et dynamique démographique, ménages et dynamique ;
- **de conditions d'accès au logement** : revenu disponible, taux d'effort des locataires et des propriétaires, indice de qualité de vie, coût de la vie incluant le loyer ;

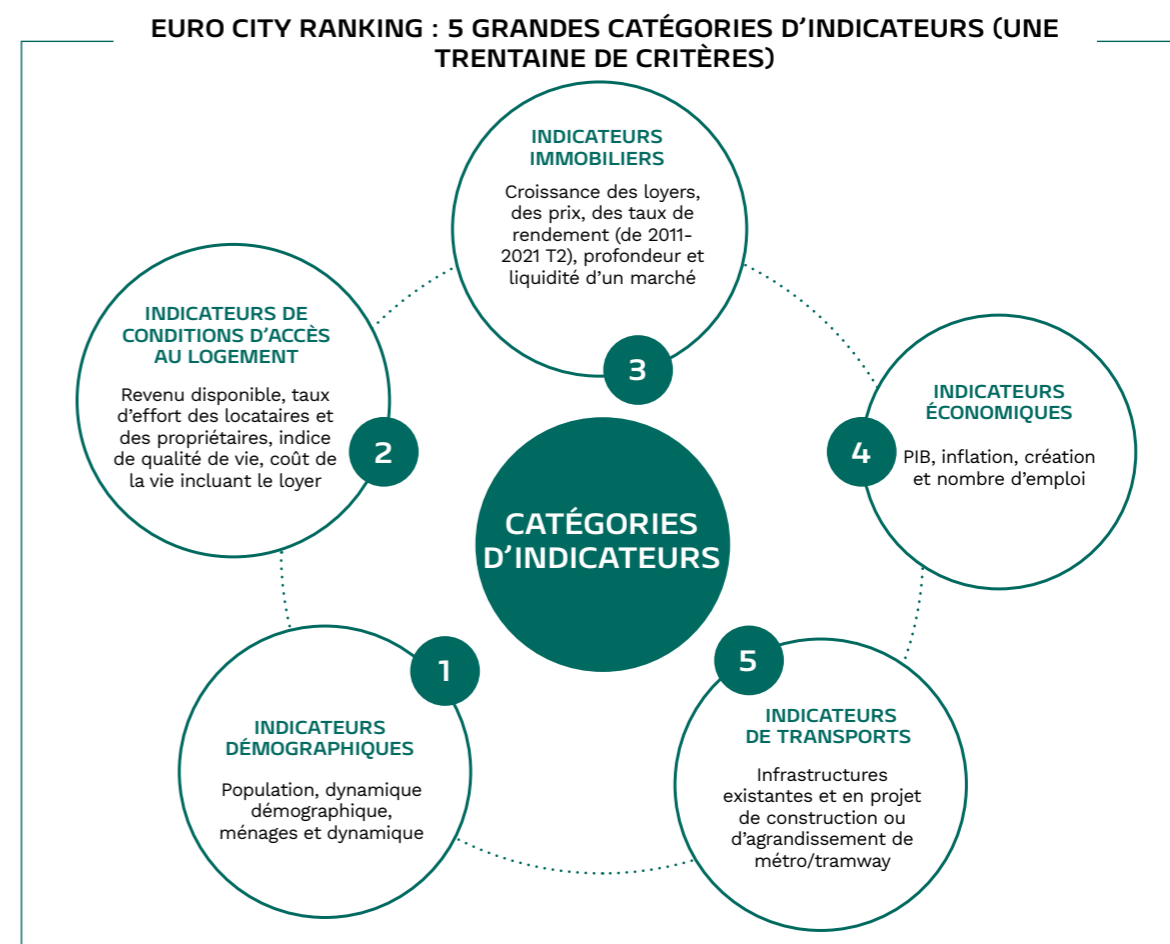
locataires et des propriétaires, indice de qualité de vie, coût de la vie incluant le loyer ;

- **immobiliers** : croissance des loyers, des prix, des taux de rendement (de 2011-2021 T2), profondeur et liquidité d'un marché ;
- **économiques** : PIB, inflation, création et nombre d'emploi ;
- **de transports** : infrastructures existantes et en projet de construction ou d'agrandissement de métro/tramway.

Ces critères ont également été construits avec un historique à 10 ans auquel a été rajouté une projection à 5 ou 10 ans selon la pertinence des indicateurs.

Ainsi, avec plus d'une trentaine de critères et 140 villes analysées en Europe, ce sont environ 5 000 données qui nous ont permis d'attribuer des notes à chaque éléments analysés pour chaque marché.

Cette méthodologie nous a permis par la suite d'attribuer un score global à chaque marché en fonction de ces critères.



Source(s): Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Brokers, RCA, CBRE

## LA GRILLE D'ANALYSE POUR INVESTIR DANS LE RÉSIDENTIEL EN EUROPE

Nous avons ainsi pu attribuer des notes aux différents marchés analysés. Le modèle identifie 3 grandes catégories de marché.

Paris-Île-de-France, Berlin, Munich, Vienne, Amsterdam ou encore Zurich par exemple sont les métropoles où le couple rendement/risque est le plus sécurisé avec des perspectives bien orientées. Ce sont les marchés Tier 1.

Milan, Barcelone, Lisbonne ou Marseille sont les marchés Tier 2 caractérisés par un bon rapport rendement/risque mais un ou plusieurs éléments ont obtenu une moins bonne note que les marchés Tier 1. Nous avons également identifié des villes des pays de l'Est comme Prague ou Varsovie qui devraient connaître une croissance de leur rendement global dans les années à venir en raison d'une certaine pression démographique et du dynamisme économique de ces zones. Toutefois, ce type de marchés nécessite également une analyse précise pour garantir un rendement global attractif sur le long terme.

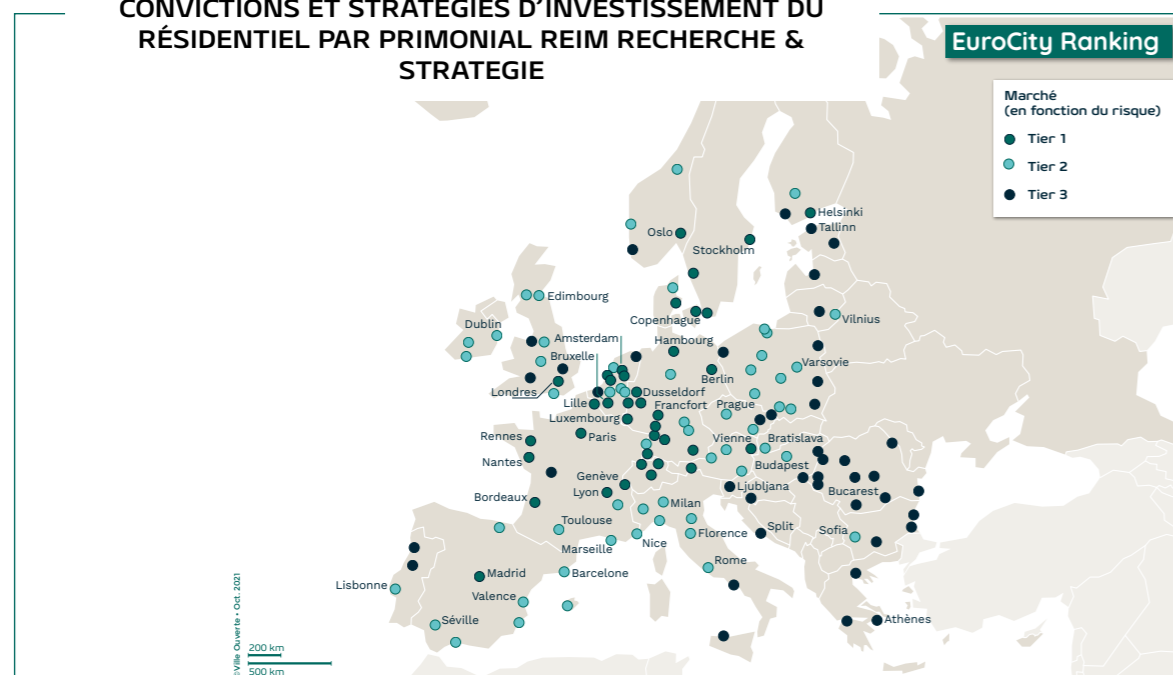
Enfin, Athènes, Porto, ou Naples par exemple, sont des marchés où nous avons constaté un risque démographique (baisse de la population) important comparativement aux marchés Tier 1 et 2. D'autre part, nous avons également identifiés d'autres types de

risques pour d'autres marchés comme : un faible développement à venir, un effort trop important de la part des ménages pour se loger par rapport à leurs revenus, un réseau de transports publics encore peu développé ou avec peu de projets à venir, etc. Ce sont les marchés Tier 3 qui nécessitent une analyse approfondie pour s'assurer d'un bon rendement global dans une stratégie long terme.

Dans ce contexte, nous recommandons de se tourner vers des métropoles ou des villes résilientes qui ont les caractéristiques suivantes :

- une population importante avec une capacité à croître dans les années à venir ;
- un marché profond, afin de permettre la liquidité des blocs résidentiels ;
- des flux de revenus potentiels basés sur la qualité de la zone d'emploi, les revenus disponibles de la population et de bonnes conditions d'accès aux logements ;
- une position attractive dans le cycle des prix et des loyers.
- Un bon réseau de transport en commun avec un potentiel de développement à venir.

### CONVICTIONS ET STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT DU RÉSIDENTIEL PAR PRIMONIAL REIM RECHERCHE & STRATEGIE



Source(s): Primonial REIM Recherche et Stratégie





## CONCLUSION

Malgré la crise sanitaire actuelle et le plongeon des économies en 2020, le résidentiel a démontré des signes de bonne résistance. Nous pensons qu'à long terme, les fondamentaux du marché résidentiel ne devraient pas être remis en cause (offre, demande). Toutefois, des risques existent.

Lier résidentiel et cycle de vie peut également offrir une diversification intéressante en répondant à de nouveaux besoins de la part des ménages (coliving pour les célibataires, BTR pour les familles, résidences seniors pour les seniors).

Ces dernières années, la part des locataires a plutôt eu tendance à se renforcer même dans les économies où les propriétaires sont historiquement majoritaires. La transition progressive vers un durcissement de l'accès au crédit rendra également l'acquisition plus difficile et donc renforcera la part des locataires.

Nous portons la conviction que le phénomène de métropolisation va se poursuivre mais un nouvel équilibre entre densification et déconcentration sera à trouver pour assainir la ville. En effet, la densification urbaine des

métropoles restera d'actualité pour répondre aux enjeux climatiques et environnementaux tout en améliorant l'habitabilité des logements facilitant l'accès vers l'extérieur (balcons, espaces verts privatifs, etc.). Les ménages vivant dans les zones urbaines tendues seront vigilants à la préservation de leur pouvoir d'achat et à leur qualité de vie que ce soit en faisant le choix de l'acquisition ou de la location.

D'autre part, les bénéfices en matière d'investissement socialement responsable sont réels dans le résidentiel car ces investissements peuvent offrir des avantages sociétaux, permettant ainsi à des investisseurs de réaliser et d'atteindre leurs objectifs dans le cadre de leurs stratégies ESG et/ou ISR. D'autre part, l'immobilier résidentiel a démontré durant ces dernières années sa capacité à offrir un flux de revenus réguliers et stables avec une capacité à délivrer un rendement en capital attractif.

Pour l'ensemble de ces raisons, **l'échelle européenne est la plus pertinente pour l'investissement en immobilier résidentiel permettant une bonne répartition du risque.**

#### DÉPARTEMENT RECHERCHE ET STRATÉGIE

Daniel WHILE, MRICS • Directeur Recherche & Stratégie • [daniel.while@primonialreim.com](mailto:daniel.while@primonialreim.com)

Henry-Aurélien NATTER, MRICS • Responsable Recherche, Auteur de l'étude • [henry-aurelien.natter@primonialreim.com](mailto:henry-aurelien.natter@primonialreim.com)

Adrien ISIDORE • Economiste statisticien • [adrien.isidore@primonialreim.com](mailto:adrien.isidore@primonialreim.com)

Florian Wenner • Senior Researcher • [florian.wenner@primonialreim.com](mailto:florian.wenner@primonialreim.com)

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.