

# Le « miracle » de l'investissement immobilier démystifié

Les discussions sur les placements dans la pierre font souvent état d'un rapport rendement-risque étrangement avantageux. Une étude fondée sur des données historiques de l'immobilier démontre que ce rendement miracle n'existe pas. *Thies Lindenthal*

**Abrégé** Quel est le rendement à long terme des logements locatifs ? Pour répondre à cette question, une étude récente a réuni de nombreuses données historiques sur les prix et les loyers de maisons individuelles à Paris (1809–1943) et à Amsterdam (1900–1979). Sur cette base, le rendement annuel total corrigé de l'inflation, net des coûts et impôts associés, a été estimé à 4 % pour Paris et 4,8 % pour Amsterdam. Par rapport aux études antérieures, les rendements et ratios de Sharpe utilisés pour calculer le rendement excédentaire sont nettement plus faibles et les risques d'investissement plus élevés. Investir dans la pierre reste un bon placement, mais n'offre pas la rentabilité miracle évoquée par d'autres études.

« **A**chetez du terrain, on n'en fabrique plus ! ». Selon ce bon mot attribué à Mark Twain, le terrain – et donc l'immobilier – différerait fondamentalement des autres formes d'investissement et serait censé produire des retours sur investissement exceptionnels. Tout indique pourtant que le rapport rendement-risque ne s'avère pas particulièrement intéressant et que l'on a affaire à une « énigme de la prime de risque » dans le secteur du logement<sup>1</sup>.

Une étude publiée récemment<sup>2</sup> démontre que l'immobilier résidentiel assure certes une compensation raisonnable du risque d'investissement, mais sans plus. Que les admirateurs de Mark Twain, toutefois, se rassurent : rien ne prouve qu'il ait véritablement prononcé cette boutade.

L'étude définit de nouveaux indices qui reflètent les rendements nets de l'immobilier résidentiel, à la fois agrégés pour l'ensemble du marché et calculés pour les bâtiments

individuels. Elle utilise deux séries de données récemment compilées sur les loyers, les coûts, les prix et les taxes concernant des propriétés individuelles à Paris (1809–1943) et à Amsterdam (1900–1979). Au total, ses auteurs ont récolté à la main environ 170 000 entrées concernant 40 000 maisons et les ont combinées aux données d'autres études existantes.

## Des rendements plus modestes

L'analyse montre que sur les longues périodes examinées, la valeur des immeubles a connu une augmentation négligeable, voire a enregistré une évolution souvent négative, les revenus locatifs constituant l'essentiel du rendement total. Ce constat ne surprendra probablement pas les propriétaires actuels, conscients que les coûts directs (entretien,

Un placement solide, mais pas de rentabilité miracle : le rendement net de l'immobilier résidentiel s'est élevé à 4 % à Amsterdam entre 1900 et 1979.

<sup>1</sup> Voir notamment Jordà et al. (2019).

<sup>2</sup> Voir Eichholtz, Korevaar, Lindenthal et Tallec (2021).



réparations, gestion, taxes) sont considérables et réduisent le rendement net d'environ un tiers.

Historiquement, le rendement net total de l'immobilier résidentiel à Paris entre 1809 et 1943 a atteint (après déduction de tous les coûts et taxes) en moyenne 6,3% par an. À Amsterdam, investir dans des appartements et des maisons a produit un rendement annuel de 8% entre 1900 et 1979. Hors inflation, le rendement net s'est élevé à 4,8% à Paris et à 4% à Amsterdam (voir *illustration 1*). Ces revenus sont très volatils, comme le montrent les écarts types de 8,6% et 10,3%.

Les rendements mis en évidence sont plus faibles et plus risqués que les estimations d'études précédentes. Pour des périodes comparables et pour les deux villes, d'autres chercheurs avaient abouti à des rendements supérieurs de 1,4 à 2,3 points de pourcentage pour une volatilité inférieure<sup>3</sup>. Conséquence directe: les ratios de Sharpe obtenus sont moindres que dans les études précédentes. Des ratios aussi bas ne sont toutefois pas propres à la France et aux Pays-Bas. Des valeurs comparables pour l'immobilier résidentiel sont également observées au Royaume-Uni<sup>4</sup>.

Le ratio de Sharpe sert à comparer des investissements couvrant différents profils de risque: il mesure le rendement excédentaire d'un bien immobilier en rapportant son rendement à son risque (volatilité). Un ratio élevé est donc intéressant puisqu'il implique un meilleur rendement pour un risque comparable. Or, dans la présente étude, les rendements réels du marché montrent que la rentabilité de l'immobilier résidentiel est conforme à celle d'autres formes d'investissement (actions, etc.). Les rendements supposément élevés et peu risqués de la pierre relèvent donc malheureusement du mythe.

Les auteurs espèrent que ces nouveaux résultats, jugés plus proches de la réalité, rectifieront aussi la comparaison entre le produit du capital et la croissance économique établie par l'économiste français Thomas Piketty, selon laquelle le rendement de la fortune dépasse la croissance économique. L'étude montre que, pour l'immobilier résidentiel du moins, le déséquilibre n'est pas aussi important qu'on pourrait le supposer.

## Une base de données plus fiable

Qu'est-ce qui explique les différences sensibles par rapport aux résultats précédents?

En deux mots: des données plus fiables. Traditionnellement, les estimations de rendement sont dérivées d'indices agrégés de loyers et de prix. Une telle approche est faillible, car les données de prix proviennent rarement des mêmes biens immobiliers que celles des loyers.

En outre, les données sur les coûts directs et les impôts immobiliers sont souvent lacunaires et n'autorisent que des hypothèses générales. Pour Amsterdam et Paris, les auteurs déterminent les rendements nets à l'échelon du bâtiment et peuvent ainsi garantir la comparabilité des données de loyers et de prix. Le travail d'archivage porte ainsi ses fruits.

Un large éventail de rendements a été analysé, tant à Paris qu'à Amsterdam: dans les deux villes, les quartiers aisés à faible rentabilité côtoient des zones moins aisées où les rendements sont souvent nettement plus élevés. Ces différences géographiques sont étonnamment persistantes et ne peuvent s'expliquer entièrement par des structures de coûts disparates. Les faibles rendements locatifs d'un quartier ne sont pas non plus compensés par une plus forte croissance des

prix, du moins à court terme. À l'évidence, les primes de risque spécifiques aux quartiers ou aux bâtiments reflètent les différents risques de placement.

## Une majorité de petits propriétaires

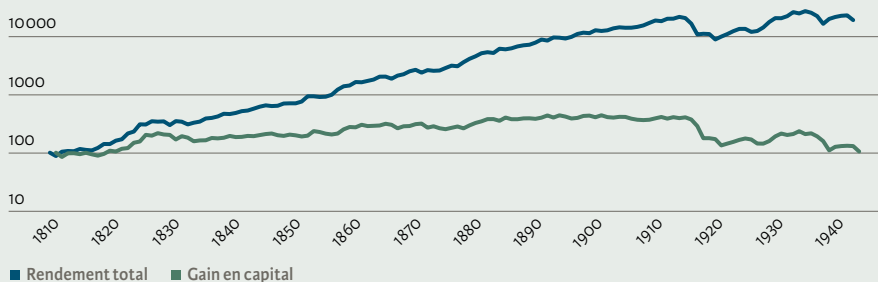
Il serait dès lors simpliste de ramener la distribution des revenus à une valeur moyenne, compte tenu notamment de la structure des propriétaires sur le marché du logement. Seule une faible proportion des immeubles résidentiels est en effet détenue par des investisseurs institutionnels. Les propriétaires sont en majorité des propriétaires-occupants ou de petits investisseurs sans grand portefeuille immobilier, qui ne sont pas en mesure de diversifier leurs risques de manière significative.

Pour eux, le risque non systématique propre à l'objet l'emporte sur le risque de marché, surtout pour des périodes courtes et moyennes. En d'autres termes, ceux qui ne possèdent qu'une maison sont moins exposés aux risques de marché, tels que les variations systématiques du rendement.

### III. 1. Rendement global de l'immobilier résidentiel à Paris et Amsterdam (corrige de l'inflation)

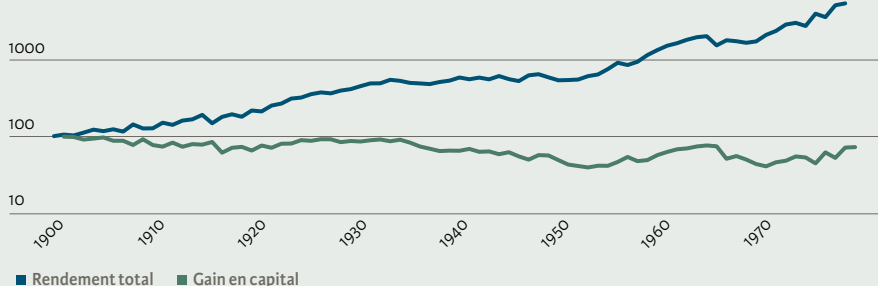
#### Paris (1809–1943):

100 000 Échelle logarithmique (1809 = 100)



#### Amsterdam (1900–1979):

10 000 Échelle logarithmique (1900 = 100)



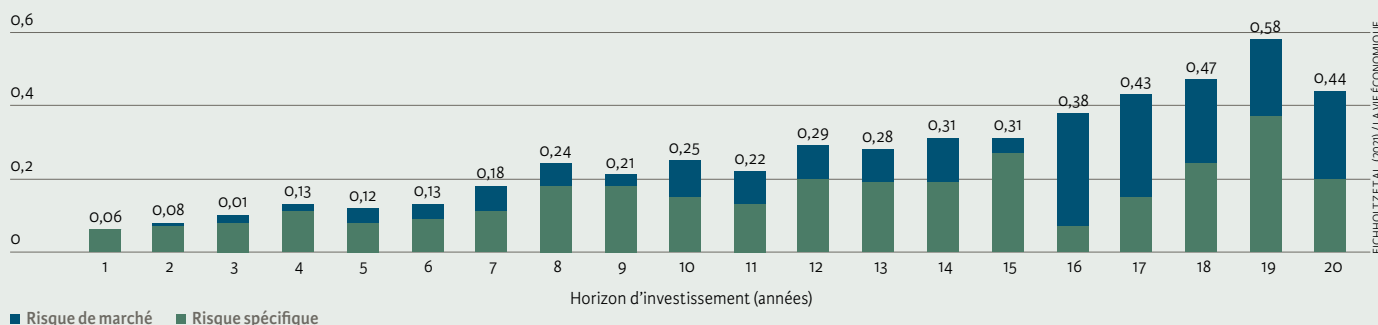
Les prix de l'immobilier n'augmentent guère à long terme (lignes vertes). Cependant, grâce aux revenus locatifs, le rendement total (lignes bleues, cumulé) a en moyenne été de respectivement 4,8% par an à Paris et 4% par an à Amsterdam (en données corrigées de l'inflation). Ces revenus sont très volatils, comme le montrent les écarts types supérieurs à 8,5%.

3 Voir notamment Jordà et al. (2019).

4 Chambers et al. (RFS, 2021).

### III. 2. Risque de marché et risque spécifique à l'objet dans l'immobilier résidentiel à Amsterdam (1900–1979)

0,8 Variance



Les risques spécifiques pèsent davantage, comme l'incertitude de trouver un bon acheteur, les défauts de paiement de loyer éventuels ou une autre utilisation du bâtiment. À Amsterdam, le risque de marché représentait moins de la moitié du risque total des maisons individuelles ayant un horizon d'investissement inférieur à 15 ans (voir *illustration 2*). Le risque spécifique ne passe au second plan que pour les investissements à très long terme.

Deux études intéressantes ont voulu déterminer si les gains en capital de l'immobilier commercial et résidentiel suivaient un processus dit «de marche aléatoire»<sup>5</sup>. Si c'était le cas, le rendement sur une période d'investissement donnée serait simplement la combinaison de fluctuations aléatoires et imprévisibles, et le risque spécifique à l'objet augmenterait proportionnellement

à la période d'investissement. Or, les deux articles montrent clairement que cela ne se vérifie pas pour l'immobilier.

Pour les investisseurs, le rendement total est cependant plus important que le seul gain en capital : selon l'analyse des risques portant sur les loyers, les coûts et les prix menée dans l'étude, le risque spécifique à l'immobilier augmente en effet avec la période d'investissement, mais pas de manière linéaire. Il n'y a pas de marche aléatoire, de sorte que les rendements sont, dans une certaine mesure, prévisibles.

Pour revenir à l'étude présentée dans cet article, il s'agit de déterminer si les données historiques utilisées sont pertinentes pour les marchés modernes. Cela semble être le cas, puisque le travail de ses auteurs montre également que les loyers pèsent davantage dans le rendement total que les gains sur l'achat et la vente (voir *illustration 1*). Les

rendements devraient si possible être calculés à l'échelon du bâtiment, plutôt que tirés d'indices agrégés. Même si ses rendements nets sont sensiblement inférieurs à ses rendements bruts, l'immobilier résidentiel apparaît comme un placement solide d'un point de vue historique – sans toutefois offrir la rentabilité miracle décrite dans d'autres études.



**Thies Lindenthal**

Professeur associé en financement immobilier, Département d'économie foncière, Université de Cambridge (Angleterre)

5 Voir Sagi (2020) et Giacoletti (2019).

#### Bibliographie

Chambers D., Spaenjers C. et Steiner E. (2021). « The rate of return on real estate: Long-run micro-level evidence ». *Review of Financial Studies*.

Eichholtz P., Korevaar M., Lindenthal T. et Talleg R. (2021). « The total return and risk to residential real estate ». *The Review of Financial Studies*, 12 avril.

Giacoletti M. (2019). « Idiosyncratic risk in housing markets ». *SSRN working paper*, N° 2995323.

Jordà O., Knoll K., Kuvshinov D., Schularick M. et Taylor A. M. (2019). « The rate of return on everything, 1870–2015 ». *Quarterly Journal of Economics*, 134 (3), 1225–1298.

Sagi J. S. (2020). « Asset-level risk and return in real estate investments ». *The Review of Financial Studies*.