

SECTOR COMMENT

9 octobre 2018

Rate this Research >>

Table of Contents

LA BAISSÉ DES LOYERS SERA PLUS RAPIDE ET PLUS IMPORTANTE EN FRANCE	3
LES BAILLEURS SOCIAUX FRANÇAIS NE COMPENSERONT PAS AUSSI RAPIDEMENT LEURS PERTES DE REVENU QUE LES BAILLEURS PRIVÉS ANGLAIS.	4
MÊME SI LES BAILLEURS SOCIAUX FRANÇAIS VONT PROCÉDER À DES CÉSSIONS D'ACTIFS, ILS DISPOSENT D'UN POTENTIEL PLUS LIMITE QUE LES BAILLEURS PRIVÉS ANGLAIS POUR ACCROÎTRE LEURS REVENUS.	7
QU'EST-CE QUE LE LIVRET A ET QUEL RÔLE REJET-IL EN FRANCE DANS LE SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL ?	9
PUBLICATIONS MOODY'S COMPLÉMENTAIRES	10

Contacts

Matthieu Collette +33.1.5330.1040
VP-Senior Analyst
matthieu.collette@moodys.com

Cynthia Mar +44.20.7772.1666
Analyst
cynthia.mar@moodys.com

Cedric Berry +44.20.7772.1377
Associate Analyst
cedric.berry@moodys.com

Jennifer A. Wong +44.20.7772.5333
VP-Senior Analyst
jennifer.wong@moodys.com

Sebastien Hay +34.91.768.8222
Senior Vice President/Manager
sebastien.hay@moodys.com

Bailleurs sociaux - France et Angleterre

La baisse des loyers aura une incidence plus forte en France en raison de marges de manœuvre plus limitées sur les dépenses

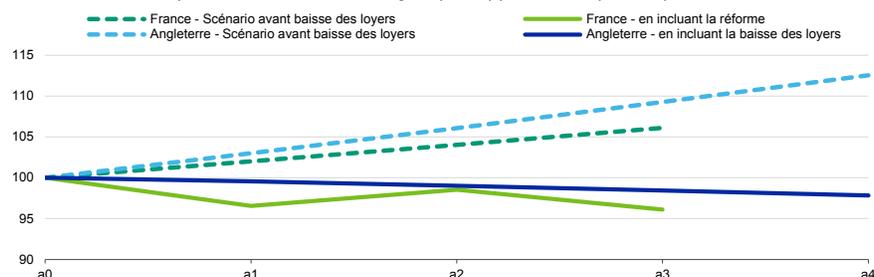
Si les bailleurs sociaux français et anglais doivent les uns et les autres faire face à une baisse des loyers - les pouvoirs publics visant une réduction des montants versés au titre des allocations logement - l'impact sera plus marqué en France qu'en Angleterre. Alors que les bailleurs anglais sont parvenus à compenser en grande partie les pertes de revenus en réduisant leurs dépenses, les bailleurs français disposent de marges de manœuvre plus restreintes. Certains bailleurs français vont opter pour des cessions d'actifs mais le potentiel dont ils disposent pour accroître leurs revenus est plus limité qu'en Angleterre. Les mesures de compensation annoncées par les pouvoirs publics en France ne vont pas conforter la rentabilité opérationnelle mais réduiront le service de la dette.

- » **La baisse des loyers sera plus rapide et plus importante en France.** Elle représente, en 2018, environ 3,1% du chiffre d'affaires 2016. Une nouvelle baisse en 2020 entraînera une érosion des loyers équivalente, au total, à 5,5% du chiffre d'affaires 2016. Le rythme plus soutenu de ces baisses se traduira au total par une perte cumulée des revenus d'environ 13% du chiffre d'affaires d'ici 2020 (4 milliards d'euros), contre environ 5% (1 milliard de livres) en Angleterre sur la période équivalente (cf. Graphique 1).
- » **Les bailleurs sociaux français ne compenseront pas aussi rapidement que les bailleurs privés anglais leurs pertes de revenu.** Des mesures d'économies permettront aux bailleurs anglais de compenser environ 70% de leurs pertes de revenus locatifs sur la période de quatre ans d'application de la mesure. En raison de marges de manœuvre plus limitées en termes d'économies, les bailleurs français devront probablement absorber davantage de pertes
- » **Même si les bailleurs sociaux français vont procéder à des cessions d'actifs, leur potentiel de croissance des revenus est, comparativement aux bailleurs privés anglais, plus restreint.** Les bailleurs sociaux anglais peuvent dynamiser leurs revenus via des activités de vente à prix de marché. Les bailleurs sociaux français ont la possibilité de céder des actifs mais ils ne bénéficient pas de la même marge de manœuvre que les bailleurs privés anglais.

GRAPHIQUE 1

La baisse absolue des revenus est plus rapide et plus marquée en France

Revenus locatifs, comparaison des baisses des loyers par rapport aux dispositifs précédents



* Année de référence de l'indice (a0) : 2016 pour l'Angleterre, 2017 pour la France

Source: Moody's

Comparer les bailleurs sociaux français et bailleurs privés anglais

En France, la baisse des loyers concerne aussi bien les bailleurs sociaux privés (Entreprises sociales pour l'habitat ou ESH) que publics (Offices publics de l'habitat ou OPH). En Angleterre, la réduction des loyers concerne également les bailleurs sociaux privés et les opérateurs publics de logements sociaux (dont la gestion incombe directement aux collectivités locales). Pour autant, la baisse des loyers n'affecte pas tous les types de logements sociaux; certains, notamment les logements en *shared-ownership*¹ et résidences médicalisées, étant exclus de ce périmètre. Notre analyse porte dans le présent rapport sur les bailleurs privés anglais de type *Housing Associations*, même si la baisse des loyers est la même pour les logements gérés directement par les collectivités locales.

TABLEAU 2

En France, les bailleurs sociaux du secteur privé affichent un volume plus important de constructions comparativement aux organismes publics et à leurs homologues anglais

	Logements gérés (Milliers)	Chiffre d'affaires (Millions de £)	Chiffre d'affaires (Millions de €)	Mises en chantier (France) et logements acquis ou construits (Angleterre)
Bailleurs sociaux privés anglais	2 990	20,0	22,4	44 866
Offices publics de l'habitat	2 405	13,0	14,6	30 800
Entreprises sociales pour l'habitat	2 436	14,4	16,1	58 600

Remarque : Chiffres de l'exercice 2017 pour les logements gérés et les constructions. Chiffre de 2016 pour le chiffre d'affaires des ESH, estimation 2016 pour le chiffre d'affaires des OPH.

Source : « *Regulator Social Housing: Private registered provider social housing stock in England* » (2016-2017) ; Fédération des ESH ; Ministère de la cohésion des territoires, Moody's

Les OPH sont des organismes publics qui ont été créés par, et demeurent juridiquement liés à, une (ou plusieurs) collectivité(s) locale(s) dont les compétences sont bien définies et clairement encadrées autour de l'exploitation, la rénovation et la construction de logements sociaux. La collectivité locale nomme la majorité des administrateurs, ce qui assure une très forte dimension locale aux OPH et limite leur capacité à élargir leurs activités à d'autres zones géographiques - une vraie problématique dans les zones où la demande est faible. La diminution des loyers testera leur capacité à s'adapter dans cet environnement opérationnel contraint, avec des opportunités de rapprochement limitées avec d'autres bailleurs sociaux.

Les ESH sont des organismes privés dont le périmètre de compétences est, comme les OPH, bien délimité et où les dividendes sont plafonnés à un niveau très bas. Ces entités privées gardent vocation à mettre en action les politiques publiques en matière de logement social. Les ESH opèrent généralement dans des zones plus vastes et plus diversifiées que les OPH et tirent parti de leur capacité à se développer dans des zones à forte demande pour étendre leurs activités. Nombre d'ESH exercent leurs activités au sein de structures de groupe qui se sont constituées au fil des rapprochements. Certains ont mis au point un modèle de mutualisation des fonctions support fortement axé sur les gains d'efficacité. Du fait de cette plus grande flexibilité et du renforcement de la gouvernance, le recours aux plans de soutien de la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS) est plus limité². En 2016, 2% de la totalité des ESH étaient concernés par une procédure CGLLS, comparativement à 16% pour les OPH.

Les bailleurs privés anglais que sont les *Housing Associations* sont des organisations à but non lucratif assurant une mission de service public clairement définie et réglementée. Ils ne peuvent pas payer de dividendes. Parmi les bailleurs les plus diversifiés, la majeure partie ont été fondés en tant qu'associations caritatives qui ont crû de manière organique et à travers des fusions. D'autres bailleurs privés ont été créés par le transfert du parc de logements géré par une collectivité locale dans une nouvelle entité privée et tendent à présenter une moindre diversité géographique. Ils sont généralement plus endettés car ils empruntent d'importants volumes de dette lors de leur création afin de rénover leur parc de logements. Ces deux types de bailleurs privés en Angleterre ont un niveau significatif de flexibilité des dépenses, qu'ils déploient pour amoindrir l'impact de la baisse des loyers.

La présente publication n'annonce pas une décision de notation. Concernant les notations de crédit mentionnées dans cette publication, veuillez vous rendre sur www.moody's.com sur la page de l'émetteur/entité correspondant(e) et cliquer sur l'onglet relatif à la notation afin d'accéder à la dernière mise à jour des informations (décisions et historique de notation).

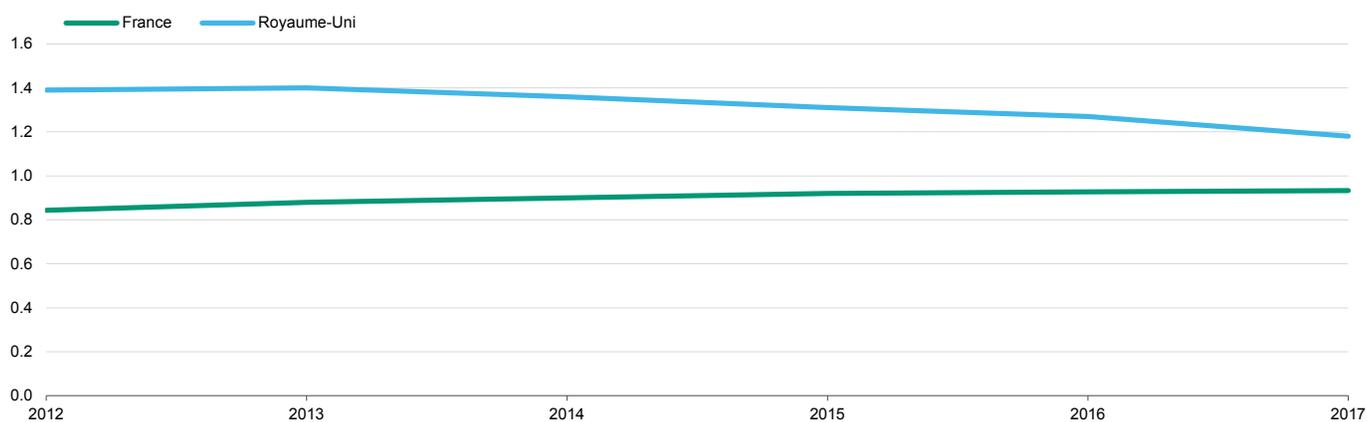
La baisse des loyers sera plus rapide et plus importante en France

Les gouvernements britannique et français ont dépensé respectivement 23,4 milliards de livres sterling et 21,4 milliards d'euros chacun en 2017 en allocations logement. Dans le cadre de leurs efforts visant à réduire leur déficit budgétaire, ils ont revu à la baisse les loyers des logements sociaux pour réduire les prestations de logement versées. Accéléralant la réduction des dépenses d'allocations logement amorcée en 2014 (cf. Graphique 3), le gouvernement britannique a annoncé une diminution des loyers sociaux sur quatre ans à partir d'avril 2016.

GRAPHIQUE 3

Le Royaume-Uni réduit depuis 2014 les dépenses liées aux allocations logement

Dépenses d'allocations logement, % du PIB



Remarque: années calendaires en France, années fiscales au Royaume-Uni, d'avril à mars.

Source: CLS 2016, OBR

La loi de finances 2018 adoptée en France contient un certain nombre de mesures affectant les bailleurs sociaux³, dont une baisse des loyers⁴ qui équivaut en 2018 à environ 3,1% de leur chiffre d'affaires 2016. Une nouvelle baisse prévue en 2020 entraînera une érosion totale des loyers équivalente à 5,5% de leur chiffre d'affaires pour cette même année⁵. La loi contient également une augmentation des contributions auprès de la CGLLS⁶ pour un coût estimé à 1% du chiffre d'affaires et un gel des loyers en 2018. La perte de revenus cumulée d'ici 2020 devrait représenter plus de 15% du chiffre d'affaires 2016.

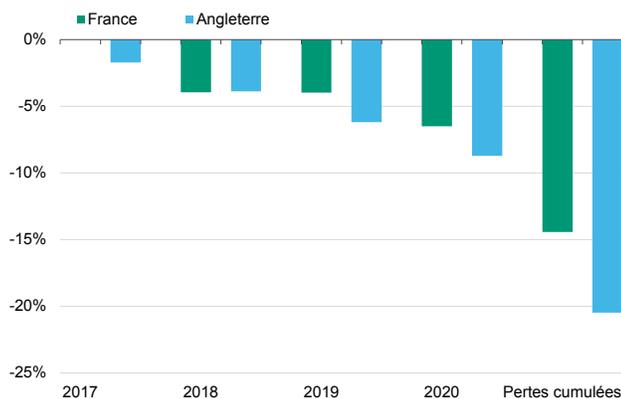
En Angleterre, les loyers des logements sociaux se voient réduits de 1% par exercice fiscal entre 2017 et 2020⁷ alors que le gouvernement était auparavant engagé sur une augmentation basée sur l'IPC + 1%⁸. Nous estimons que le total cumulé des pertes de revenus pour les bailleurs privés anglais d'ici 2020 (par rapport au précédent régime locatif) représentera plus de 20% du chiffre d'affaires 2016 (Cf. Graphique 4).

Même si la baisse des loyers apparaît moins importante en France, elle est majoritairement constituée d'une réduction immédiate des revenus par rapport à 2017 alors qu'en Angleterre, la perte consécutive à la baisse des loyers constitue majoritairement une perte de croissance des revenus. Le rythme plus soutenu des baisses en France se traduira par une perte cumulée de revenus plus importante, de 13,1% (4 milliards d'euros) d'ici 2020 - par rapport au chiffre d'affaires de 2016 - contre 5,1% (1,1 milliard d'euros, 1 milliard de livres sterling) en Angleterre. Même si en France l'indice de revalorisation des loyers (IRL) devrait demeurer étroitement corrélé à l'inflation en 2019 et 2020⁹, le chiffre d'affaires des bailleurs sociaux va toutefois significativement diminuer de 2,8 milliards d'euros, soit environ 9% du chiffre d'affaires 2016 (cf. Graphique 5).

GRAPHIQUE 4

La perte totale de revenus par rapport aux dispositifs précédemment en vigueur est plus importante en Angleterre du fait de la suspension de l'indexation à l'inflation +1%.

Perte de revenus engendrée par la baisse des loyers (y compris perte en termes de croissance attendue des revenus) en Angleterre et en France (% du chiffre d'affaires 2016)



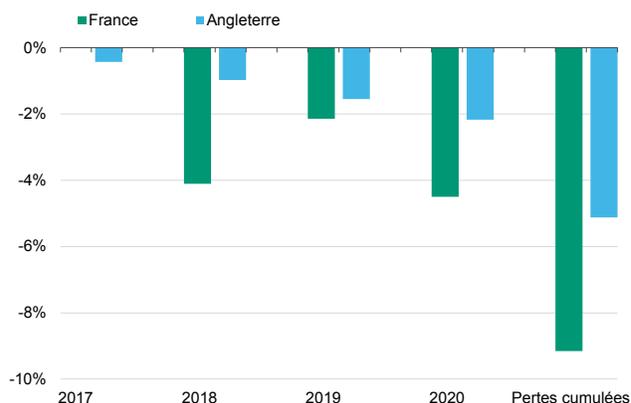
Remarque : Années calendaires en France, années fiscales au Royaume-Uni, d'avril à mars.

Source: Moody's

GRAPHIQUE 5

La baisse effective des revenus sera toutefois plus rapide et plus profonde en France qu'en Angleterre

Diminution des revenus consécutive à la baisse des loyers (excluant les pertes en termes de croissance attendue des revenus) en Angleterre et en France (% du chiffre d'affaires 2016)



Remarque : Inclut la croissance des loyers indexée sur l'inflation en France. Années calendaires en France, années fiscales au Royaume-Uni, d'avril à mars.

Source: Moody's

Les bailleurs sociaux français ne compenseront pas aussi rapidement leurs pertes de revenus que les bailleurs sociaux privés anglais.

Les bailleurs sociaux privés anglais compenseront près de 70% des revenus perdus au cours des quatre ans d'application des mesures de baisses des loyers¹⁰. En raison d'une moindre flexibilité des dépenses, les bailleurs sociaux français ne parviendront pas à compenser les pertes de revenus aussi rapidement que les bailleurs anglais et devront probablement absorber une part plus importante des pertes de revenus sur leurs marges. Les disparités régionales en termes de demande et de qualité du parc contribueront à une différenciation des résultats. Si certains bailleurs sociaux français pourraient tailler dans leurs dépenses d'investissement pour progressivement rétablir leur équilibre financier, les acteurs financièrement plus fragiles risquent d'afficher un niveau d'autofinancement net négatif¹¹ et nécessiteront une surveillance plus étroite de la part des organismes réglementaires.

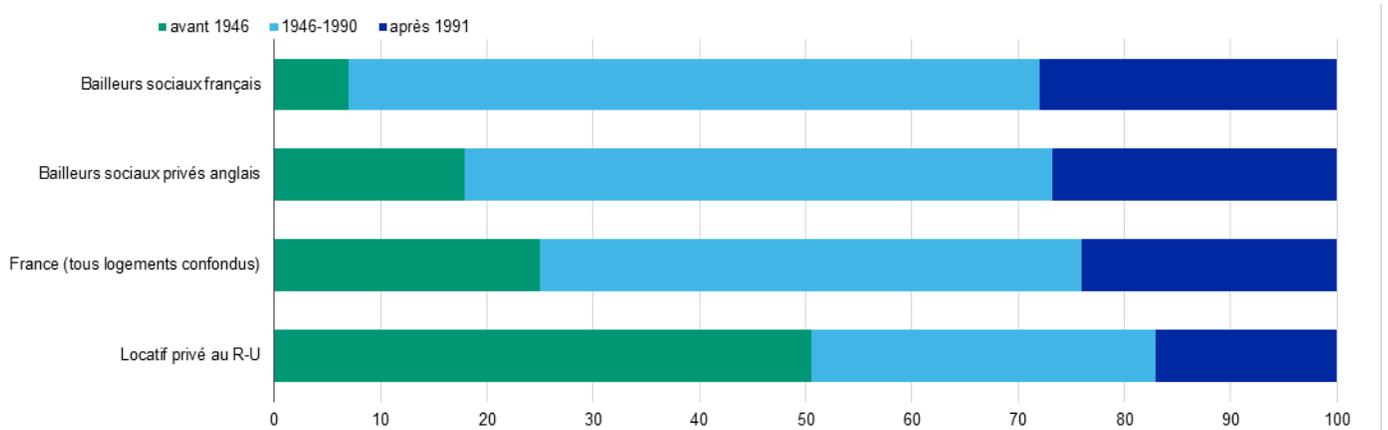
Pour les bailleurs sociaux anglais, les pertes de revenus ont, pour près de 25%, été compensées via des suppressions d'emploi qui ont permis de réaliser des économies immédiates et récurrentes. Dotés d'une moindre flexibilité en termes de masse salariale et moins enclins à réduire les effectifs, il est peu probable que les bailleurs sociaux français les suivent dans cette voie. Cependant, un grand nombre de bailleurs sociaux français vont continuer à limiter l'accroissement de leurs effectifs via le non-remplacement des départs et le gel des recrutements¹². Cette démarche visant la baisse des coûts d'exploitation par logement bénéficiera le plus aux bailleurs sociaux en mesure d'assurer la continuité du niveau de croissance de leur parc de logements.

Dans le cadre de leur stratégie visant à compenser les pertes, les bailleurs privés anglais prévoient également de couper dans les dépenses de réparation et d'entretien de leur parc de logements. Les bailleurs sociaux français (et bailleurs privés anglais) détiennent généralement des logements plus récents et plus performants sur le plan énergétique que le secteur locatif privé, ce qui leur permet de réduire leurs dépenses de réparation et d'entretien avec une incidence minimale sur la demande pour les prochaines années (cf. Graphique 6). Si la demande de logements sociaux est en Angleterre généralement soutenue dans l'ensemble des régions (cf. Graphique 7), les disparités régionales sont plus prononcées en France. Combinées aux différences en termes de qualité du parc locatif (par exemple mesurée par l'efficacité énergétique, cf. Graphique 7), ces disparités limiteront la capacité des bailleurs sociaux opérant dans les zones où la demande est plus faible à avoir durablement recours à ce levier d'action pour compenser la perte de revenus.

GRAPHIQUE 6

Le parc de logements des bailleurs sociaux privés anglais et bailleurs sociaux français est plus récent que le parc locatif privé, ce qui favorise la demande

Ancienneté du parc en fonction de l'année de construction, en % du parc total par type de bailleur

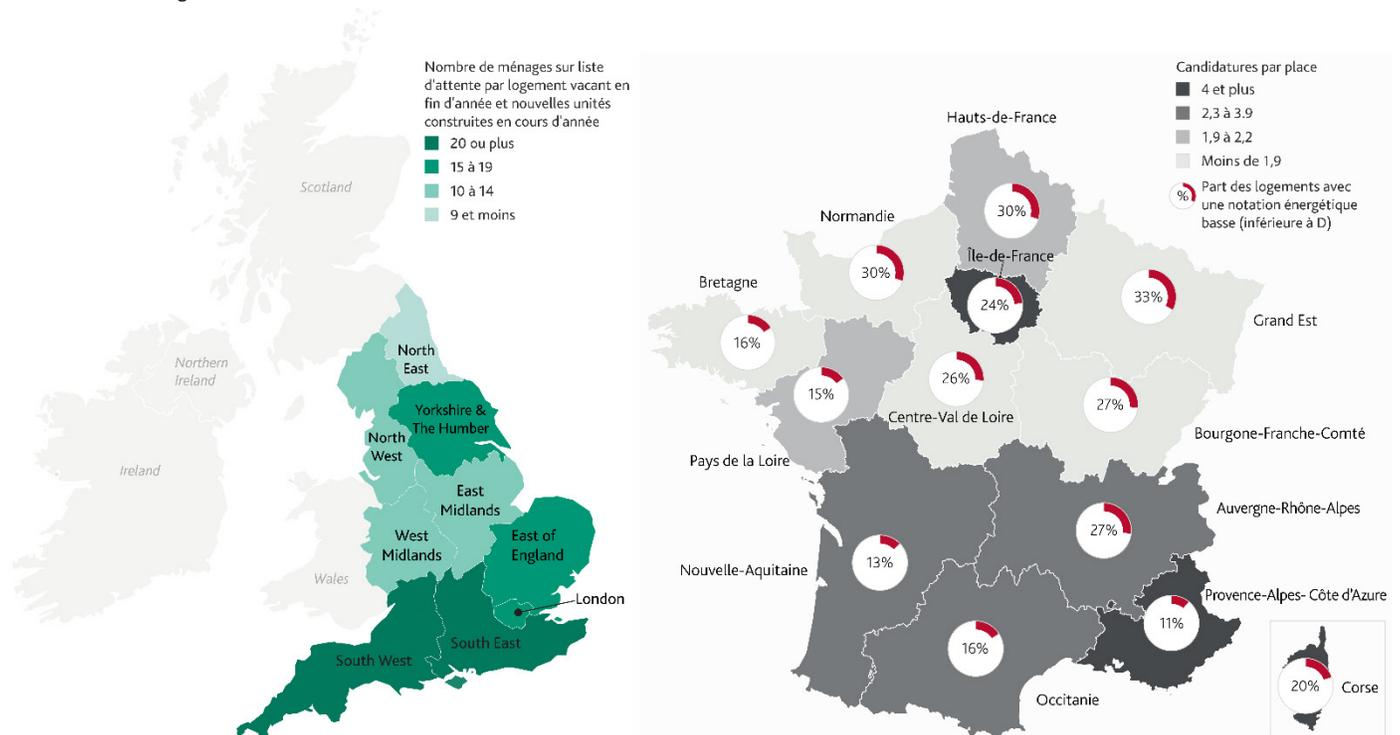


Source: English Housing Survey 2016-17, UK Ministry of Housing, Communities and Local Government, Union Sociale pour l'Habitat: Les HLM en chiffres 2017

GRAPHIQUE 7

Les indicateurs de demande de logements sociaux en Angleterre et en France témoignent d'un niveau de demande généralement plus élevé en Angleterre

Taux de satisfaction des demandes en France au cours de l'année 2016, ménages sur liste d'attente par logement vacant en fin d'année et nouvelles unités construites en cours d'année en Angleterre



Source: UK Ministry of Housing, Communities and Local Government, Union Sociale pour l'Habitat: Les HLM en chiffres 2017

En Angleterre, la baisse des loyers ainsi que la réduction des aides financières en faveur de l'investissement et la pression politique en faveur de la construction de logements ont conduit à une augmentation du nombre de fusions. En France, la nouvelle loi sur le logement (Loi Elan, Evolution du logement et aménagement numérique)¹³ vise également à encourager les regroupements dans le

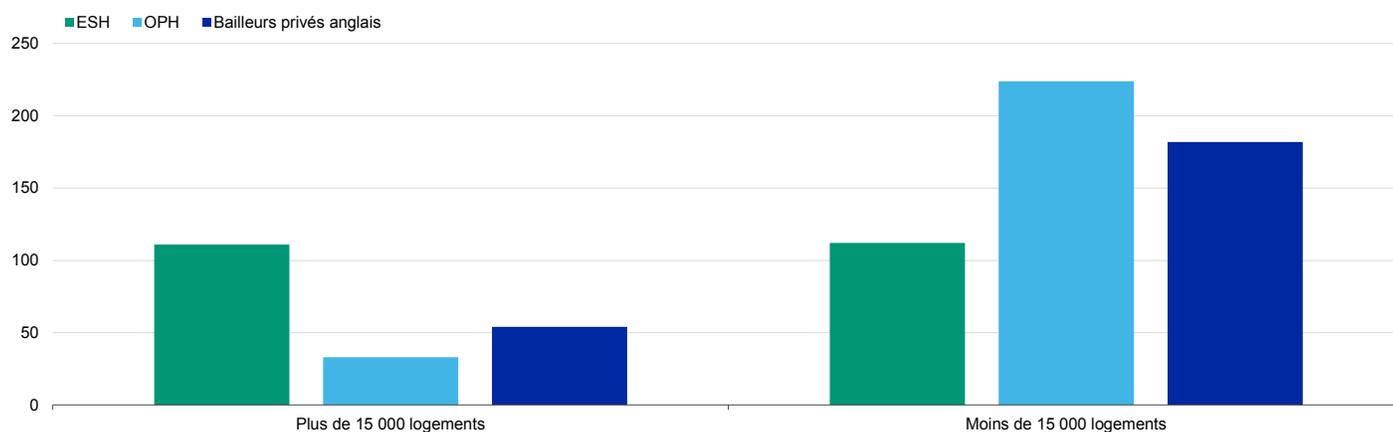
secteur en exigeant que tous les organismes gérant moins de 12 000 logements fusionnent ou fassent partie d'un groupe atteignant cette taille critique d'ici 2021, sauf absence de partenaires potentiels dans leur département.

Même si cette consolidation sectorielle va générer des économies (via l'intégration des fonctions administratives et la rationalisation des plans de croissance), le processus s'étalera sur plusieurs années et des incertitudes demeurent quant au calendrier et aux gains d'efficacité susceptibles d'en résulter. On dénombre, en France métropolitaine 480 Offices publics de l'habitat (OPH) et Entreprises sociales pour l'habitat (ESH). 50 % des ESH gèrent déjà plus de 15 000 logements (le seuil initial envisagé dans le projet de loi) ou appartiennent à un groupe de cette taille, contre 13% des OPH (Cf. Graphique 8). Bien qu'affichant déjà un degré élevé de consolidation, les ESH seront les organismes qui tireront le mieux parti des fusions-acquisitions, celles-ci leur permettant de se diversifier et de concentrer leurs activités sur des marchés plus porteurs, tandis que leurs homologues publics conserveront leur ancrage local avec moins de possibilités de rapprochement

GRAPHIQUE 8

En France, un niveau de consolidation des bailleurs sociaux privés plus élevé comparativement aux bailleurs sociaux publics, mais aussi comparativement aux bailleurs sociaux privés anglais

Nombre de nouveaux bailleurs sociaux par taille, en 2017



Les statistiques pour la France et l'Angleterre ne sont pas directement comparables. Les données pour les bailleurs privés anglais sont consolidées au niveau du groupe (filiales non prises en compte individuellement) alors que les données pour les bailleurs sociaux français ne sont pas consolidées mais chaque filiale de moins de 15 000 logements est comptabilisée séparément comme gérant plus de 15 000 logements. Les bailleurs privés anglais gérant moins de 1 000 logements ont été exclus du fait que certains sont de très petite taille. Le nombre de bailleurs privés anglais gérant moins de 1 000 unités est de 316.

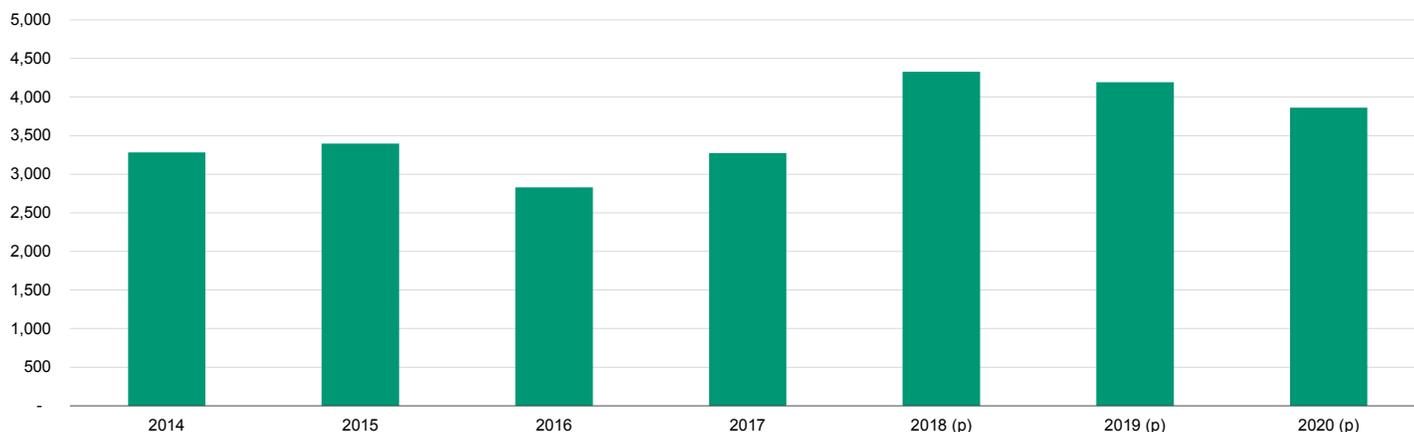
Source: Loi Elan, Regulator Social Housing: Private registered provider social housing stock in England, 2016-2017

Les bailleurs sociaux privés anglais ont jusqu'à présent réussi à maintenir le niveau de leurs dépenses d'investissement en limitant l'impact de la baisse des loyers sur la rentabilité (Cf. Graphique 9). Cependant, certains bailleurs sociaux français ne parviendront plus à afficher une capacité d'autofinancement suffisante pour assurer le maintien de leurs plans de développement au niveau actuel. En effet, certains ne seront plus en mesure d'apporter suffisamment de fonds propres pour atteindre les seuils leur permettant d'emprunter suffisamment auprès de la Caisse des dépôts et consignations ([CDC, notée Aa2, perspective positive](#)) pour maintenir le même niveau de croissance¹⁴. Ces mêmes bailleurs auront également des difficultés à obtenir des financements comparables auprès de prêteurs privés.

GRAPHIQUE 9

Malgré la baisse des loyers, les bailleurs sociaux privés anglais prévoient de conserver un niveau élevé de dépenses d'investissement

Dépenses d'investissement des bailleurs sociaux privés anglais, Millions de £



Source: Données communiquées par les émetteurs ; prévisions de Moody's

Le cadre réglementaire se trouvera davantage sollicité par les bailleurs sociaux financièrement fragiles, affichant un autofinancement négatif, au sens où ils vont requérir une surveillance plus étroite. Ainsi, la CGLLS pourrait être amenée à prendre des mesures plus importantes, notamment à travers des injections de capital et en intervenant auprès d'un plus grand nombre d'organismes. Nous jugeons toutefois le cadre réglementaire français efficace, doté de bonnes capacités de surveillance et d'intervention, le cas échéant. De plus, la CGLLS bénéficiera de nouvelles ressources grâce à un accroissement des cotisations du secteur.

Même si les bailleurs sociaux français vont procéder à des cessions d'actifs, ils disposent d'un potentiel plus limité que les bailleurs privés anglais pour accroître leurs revenus.

Si les bailleurs sociaux anglais compensent l'impact de la baisse des loyers en coupant dans leurs dépenses, les organismes notés ont développé d'autres sources de revenus telles que la construction pour la vente à prix de marché, la location à prix de marché et les propriétés en *shared-ownership*. Cela les expose toutefois au caractère cyclique du marché du logement et à une plus forte volatilité des flux de trésorerie. Les bailleurs sociaux français ne bénéficient pas de la même flexibilité (cf. Tableau 10).

TABLEAU 10

Les bailleurs sociaux privés anglais bénéficient d'une plus grande diversité de revenus que les bailleurs sociaux français

Périmètre d'activités des bailleurs sociaux (France et Angleterre)

	% du chiffre d'affaires*		% du chiffre d'affaires *	
	France		Angleterre	
Cessions de logements sociaux	Possibles après 10 ans d'exploitation sous réserve du respect des normes de sécurité et de maintenance. Nécessitent actuellement l'accord du préfet et du maire.	6%	Oui, sans nécessité d'accord	6%
Ventes à prix de marché de logements construits dans ce but	Non	--	Oui	7%
Accession sociale à la propriété	Oui, aux ménages sous conditions de ressources	3%	Oui, via le <i>shared-ownership</i>	11%
Location au prix de marché	Non	--	Oui	1%
Total		8%		25%

* Année 2017 pour les bailleurs privés anglais, 2016 pour les ESH, 2015 pour les OPH

Source : « Regulator Social Housing: « Private registered provider social housing stock in England », 2016-2017 ; Fédération des ESH ; Ministère de la cohésion des territoires

Pour générer des flux de trésorerie supplémentaires pour le secteur, la loi Elan prévoit d'inciter les bailleurs sociaux à vendre 1% de leur parc de logements chaque année (soit près de 40 000 logements) d'ici 2020. Cela pourrait, selon les estimations du gouvernement, générer chaque année 2 milliards d'euros de revenus nets supplémentaires pour le secteur. Il s'agit d'un objectif ambitieux sachant que ce même objectif avait déjà été fixé en 2007 sans être atteint. En 2017, moins de 0,2% du parc a été cédé (8 600 logements) alors que près de 99 000 logements avaient été identifiés pour la vente, soit un taux de concrétisation inférieur à 9%.

Certains des facteurs entravant le processus de vente sont traités dans le projet de loi Elan qui prévoit des mesures telles que l'autorisation pour les bailleurs sociaux de fixer les prix de vente et la disparition de l'obligation, pour la plupart des ventes, d'obtenir l'accord du maire de la commune concernée. La faiblesse de la demande de la part des locataires pour acheter leurs logements sociaux pourrait empêcher les bailleurs sociaux d'atteindre l'objectif de ventes de 1%. Le revenu annuel médian des locataires de logements sociaux en France est inférieur à 16 000 € contre plus de 22 000 € pour les acheteurs de logements. Les bailleurs sociaux sont néanmoins autorisés à vendre des logements vacants à des acheteurs dont les revenus se situent au-dessus du plafond de ressources à condition qu'ils ne trouvent pas d'acheteur dont les ressources se situent en deçà de ce seuil. Le secteur tablant sur une augmentation du taux de rotation des locataires, davantage de logements deviendront vacants et seraient alors disponibles à la vente pour les acheteurs aux revenus plus élevés. Par ailleurs, la capacité à vendre suffisamment de logements est affectée par les difficultés d'exploitation des copropriétés vendues à la découpe, qui peuvent avoir des conséquences négatives sur la réputation des bailleurs sociaux.

Une structure dédiée à la gestion de ces ventes sera créée par Action Logement Immobilier¹⁵ (des structures concurrentes sont également à l'étude par d'autres grands organismes de logement). Les logements seront achetés par lots auprès des bailleurs sociaux et vendus individuellement aux locataires et aux autres parties éligibles. Une partie des bénéfices de la vente devrait revenir au bailleur social initialement propriétaire du logement. Même si cette nouvelle structure va permettre de rationaliser le processus de vente pour les bailleurs sociaux, elle ne sera pérenne que si elle peut susciter une demande suffisante de la part d'acheteurs potentiels. Le niveau de solvabilité de la demande régionale, les disparités de prix des logements et le niveau d'expertise des bailleurs sociaux en matière de vente détermineront leur capacité à tirer parti des cessions d'actifs.

Les autres mesures annoncées en France ne confortent pas la rentabilité opérationnelle mais réduiront le service de la dette.

Contrairement à l'Angleterre, en France la baisse des loyers s'accompagne d'autres mesures. Elles incluent notamment le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) sur la construction de nouveaux logements sociaux destinés à la location et à la rénovation du parc existant (hors rénovation énergétique), passant de 5,5% à 10%. Cela correspond à un coût annuel supplémentaire de 700 millions d'euros, qui seront financés par endettement. Le coût annuel supplémentaire du service de la dette est estimé à 60 millions d'euros entre 2018 et 2020.

Plusieurs mesures permettront néanmoins de réduire le coût de la dette pour les bailleurs sociaux français, ce qui allégera le service de la dette mais n'améliorera pas les marges de fonctionnement. Le taux d'intérêt du livret A est gelé à 0,75% jusqu'en 2020 (cf. Graphique 11). Il sera ensuite fixé selon une nouvelle formule qui résulte en un taux d'intérêt plus bas qu'avec la précédente formule. Ceci devrait ainsi se traduire par une diminution d'environ 200 millions d'euros par an du coût de la dette pour les bailleurs sociaux. De plus, la Caisse des dépôts et consignations, établissement public qui détient près de 80% de l'encours de dette du secteur, va allonger de 5 ou 10 ans l'échéance d'un encours de 15 milliards d'euros. Du fait que ces prêts sont amortissables, cela dégagera chaque année une capacité d'investissement allant jusqu'à 170 million d'euros. Pour autant, le total cumulé des paiements d'intérêts sur la durée de ces crédits sera plus élevée du fait du ralentissement du remboursement de la dette. Enfin, la CDC a annoncé plusieurs nouveaux programmes de prêts pour plus de 6 milliards d'euros, dont des prêts assortis d'un différé d'amortissement de 20 ans ainsi que des prêts à taux fixe, qui devraient permettre d'alléger le coût du service de la dette d'environ 410 millions d'euros par an.

Source: Fédération des ESH, Moody's

Qu'est-ce que le Livret A et quel rôle revêt-il en France dans le secteur du logement social ?

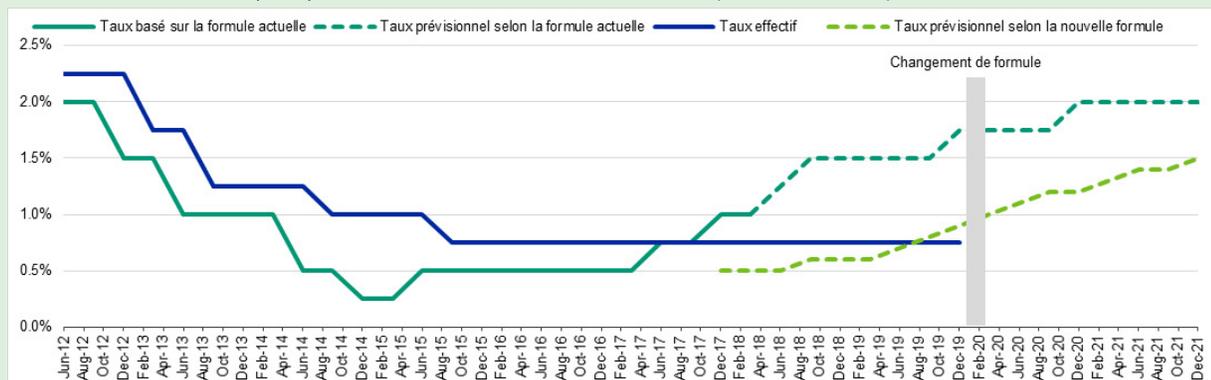
Il s'agit d'un produit d'épargne populaire réglementé rémunéré (0,75% depuis 2016), distribué en France par toutes les banques et dont les intérêts sont défiscalisés. Son montant est plafonné à 22 950 euros par personne. En juin 2018, plus de 80% des français étaient détenteurs d'un Livret A, ce qui représentait un encours supérieur à 281 milliards d'euros - soit environ 5% du patrimoine financier total des ménages. Les banques sont rémunérées pour les distribuer et mandatées pour transférer à la CDC l'essentiel de ces dépôts, ainsi que d'autres comptes réglementés, laquelle les utilise essentiellement pour financer le secteur du logement social. Les prêts de la CDC finançant le logement social sont indexés sur le taux d'intérêt du Livret A, avec une marge ajustée en fonction de la catégorie de logement social loué. Bien qu'indexés sur le taux variable du Livret A, les prêts de la CDC n'ont qu'une exposition limitée aux fluctuations des taux d'intérêts. En effet, la CDC octroie ces prêts selon le mécanisme de «double révisabilité» en vertu duquel la variation du taux d'intérêt du Livret A est progressivement lissée sur les versements effectués au titre du service de la dette.

La décision du gouvernement de maintenir le taux d'intérêt du Livret A à 0,75% jusqu'en 2020 pour compenser la baisse des loyers n'aurait qu'une faible incidence sur la capacité du secteur à dégager des excédents, le service de la dette demeurant globalement stable à travers les variations des taux d'intérêt en raison de ce mécanisme.

GRAPHIQUE 11

La nouvelle formule de calcul du taux d'intérêt du Livret A va réduire les coûts de financement

Livret A : Taux effectif historique et taux selon les formules de calcul (actuelle et nouvelle)



Source : Banque de France, INSEE et Moody's Investors Service (estimations)

Publications Moody's complémentaires

- » [Social Housing Providers - France: Policy announcements will hit profitability but institutional framework remains sound, décembre 2017](#)
- » [Housing Associations - England: Rent cut mitigation demonstrates proactive management and expenditure flexibility, mai 2018](#)
- » [Housing Associations - UK: 2018 Outlook, novembre 2017](#)
- » [Housing Associations - England: Strengthening of tenants' rights is credit neutral but clarity on funding is positive, août 2018](#)
- » [Housing Associations - England: House price decline will have marginal credit impact on the sector, avril 2018](#)
- » [Housing Associations - England: 2017 results: Operating performance improves despite rent cut, février 2018](#)
- » [European Social Housing Providers: Institutional framework robust, despite regional differences, juillet 2016](#)

Notes de fin de page

- ¹ Shared-ownership est un produit de logement social en Angleterre ou un ménage sous condition de ressources peut acquérir une partie du capital d'un logement à un prix subventionné, typiquement au minimum 35%, puis paye un loyer sur la partie non-acquise. Le ménage a la possibilité d'acheter progressivement ou totalement le capital restant.
- ² La CGLLS est un établissement public habilité à garantir les prêts octroyés aux bailleurs sociaux et venir financièrement en aide aux organismes en difficulté sous sa supervision.
- ³ Ceci aura des répercussions sur les bailleurs privés et publics, à savoir les ESH (Entreprises sociales pour l'habitat) et les OPH (Offices publics de l'habitat). Cf. encadré comparant les bailleurs sociaux français pour plus de précisions sur ce qui les différencie.
- ⁴ [Policy announcements will hit profitability but institutional framework remains solid, 13 décembre 2017](#)
- ⁵ Avec l'hypothèse d'un parc de logements constant
- ⁶ L'augmentation des contributions vise à accroître sa capacité financière de sorte qu'elle puisse accompagner le nombre croissant de bailleurs sociaux appelés à connaître des difficultés financières consécutivement à la baisse des loyers.
- ⁷ Exercice se terminant le 31 mars
- ⁸ La baisse des loyers en Angleterre concerne aussi bien les bailleurs privés, les *Housing associations*, que les organismes de logements sociaux relevant des collectivités locales. Si ce rapport examine seulement les *Housing associations*, la baisse est la même dans les deux cas.
- ⁹ Malgré des incertitudes, les loyers devraient, à partir de 2019, continuer à croître parallèlement à l'indice de référence des loyers (IRL) qui est indexé sur l'indice des prix à la consommation (IPC)
- ¹⁰ [Rent cut mitigation demonstrates proactive management and expenditure flexibility, 3 mai 2018](#)
- ¹¹ Les bailleurs sociaux français affichent actuellement des marges opérationnelles de l'ordre de 10% à 15%, ce qui est nettement plus faibles que les bailleurs privés anglais notés pour lesquels elles se situent à environ 30%. Ceci est en partie attribuable à la pratique comptable consistant à amortir l'élément structurel du parc de logements sur plus ou moins 50 ans en France, contre environ 100 ans en Angleterre, ce qui a entraîné une augmentation des coûts d'amortissement, les actifs étant plus rapidement amortis en France.
- ¹² La fédération des OPH a enquêté auprès de ses membres sur les mesures envisagées face à la baisse des loyers. Il en ressort que près de 50% d'entre eux vont opter pour un gel des embauches et le non-remplacement des salariés.
- ¹³ La loi Elan (loi évolution du logement et aménagement numérique) s'inscrit dans la poursuite du processus de réforme du logement social engagé dans le cadre de la loi de finances 2018 et qui prévoyait la baisse des loyers. Le projet de loi Elan prévoit notamment des mesures visant à accélérer la consolidation du secteur, simplifier le processus de cession (avec la disparition de l'obligation d'obtenir l'accord préalable du maire, un objectif de vente de 40 000 unités par an et une simplification des normes de construction.
- ¹⁴ La Caisse des Dépôts et Consignations est une banque publique qui détient près de 80% de la dette des bailleurs sociaux.
- ¹⁵ Action Logement Immobilier est une filiale du groupe Action Logement, un organisme chargé de collecter les contributions au financement de la construction imposées aux employeurs. Action Logement Immobilier est l'actionnaire majoritaire de 65 ESH avec près d'un million de logements (environ 40% de la totalité des ESH), et dispose d'une capacité financière considérable.

Moody's Public Sector Europe est la dénomination commerciale de Moody's Investors Service EMEA Limited, société enregistrée conformément au droit anglais sous le numéro 8922701 opérant au sein de la branche Moody's Investors Service du groupe de sociétés Moody's.

© 2018 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. et/ou ses concédants et sociétés affiliées (ensemble dénommés « MOODY'S »). Tous droits réservés.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ET SES SOCIÉTÉS DE NOTATION AFFILIÉES (« MIS ») SONT REPRÉSENTATIVES DES AVIS ACTUELS DE MOODY'S SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR AUQUEL SONT SUSCEPTIBLES D'ÊTRE EXPOSÉES DES ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES, ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S PEUVENT CONTENIR L'OPINION ACTUELLE DE MOODY'S SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR D'ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES. PAR RISQUE DE CRÉDIT, MOODY'S ENTEND LE RISQUE QU'UNE ENTITÉ NE SOIT PAS EN MESURE DE REMPLIR SES OBLIGATIONS CONTRACTUELLES ET FINANCIÈRES LORSQU'ELLES ARRIVENT À ÉCHÉANCE, AINSI QUE TOUTES PERTES FINANCIÈRES ESTIMÉES EN CAS DE DÉFAUT. LES NOTATIONS DE CRÉDIT NE PORTENT SUR AUCUN AUTRE RISQUE, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ, LE RISQUE DE MARCHÉ OU LE RISQUE ASSOCIÉ À LA VOLATILITÉ DES PRIX. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES AVIS DE MOODY'S CONTENUS DANS LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DES DÉCLARATIONS DE FAITS ACTUELS OU HISTORIQUES. LES PUBLICATIONS DE MOODY'S PEUVENT ÉGALEMENT INCLURE DES ESTIMATIONS FONDÉES SUR UN MODÈLE QUANTITATIF DE CALCUL DES RISQUES DE CRÉDITS AINSI QUE DES AVIS ET COMMENTAIRES AFFÉRENTS PUBLIÉS PAR MOODY'S ANALYTICS INC. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE CONSEILS EN PLACEMENT OU DE CONSEILS FINANCIERS, NI DES RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES EN PARTICULIER. NI LES NOTATIONS DE CRÉDIT, NI LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT UNE APPRÉCIATION DE LA PERTINENCE D'UN PLACEMENT POUR UN INVESTISSEUR SPÉCIFIQUE. MOODY'S ÉMET DES NOTATIONS DE CRÉDIT ET DIFFUSE LES PUBLICATIONS DE MOODY'S EN PARTANT DU PRINCIPLE QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA, AVEC DILIGENCE, POUR CHAQUE TITRE QU'IL ENVISAGE D'ACHETER, DE DÉTENIR OU DE VENDRE, À SA PROPRE ANALYSE ET ÉVALUATION.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR MOODY'S ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE S'ADRESSENT PAS AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS ET IL SERAIT IMPRUDENT ET INAPPROPRIÉ POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS DE PRENDRE UNE DÉCISION D'INVESTISSEMENT SUR LA BASE D'UNE NOTATION DE CRÉDIT OU D'UNE PUBLICATION DE MOODY'S. EN CAS DE DOUTE, CONSULTEZ VOTRE CONSEILLER FINANCIER OU UN AUTRE CONSEILLER PROFESSIONNEL.

TOUTES LES INFORMATIONS CONTENUES CI-CONTRE SONT PROTÉGÉES PAR LA LOI, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, PAR LA LOI RELATIVE AU DROIT D'AUTEUR, ET AUCUNE DE CES INFORMATIONS NE PEUT ÊTRE COPIÉE OU REPRODUITE, REFORMATÉE, RETRANSMISE, TRANSFÉRÉE, DIFFUSÉE, REDISTRIBUÉE OU REVENDUE DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT, NI STOCKÉE EN VUE D'UNE UTILISATION ULTÉRIEURE À L'UNE DE CES FINS, EN TOTALITÉ OU EN PARTIE, SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT ET PAR QUICONQUE, SANS L'AUTORISATION ÉCRITE PRÉALABLE DE MOODY'S.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DESTINÉES À ÊTRE UTILISÉES PAR QUICONQUE EN TANT QUE RÉFÉRENCE, AINSI QUE CE TERME EST DÉFINI À DES FINS RÉGLEMENTAIRES, ET ELLES NE DOIVENT PAS ÊTRE UTILISÉES DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT QUI PUISSE LES CONDUIRE À ÊTRE CONSIDÉRÉES COMME UNE RÉFÉRENCE.

Toutes les informations contenues ci-contre ont été obtenues par MOODY'S auprès de sources considérées comme exactes et fiables par MOODY'S. Toutefois, en raison d'une éventuelle erreur humaine ou mécanique, ou de tout autre facteur, lesdites informations sont fournies « TELLES QUELLES » sans garantie d'aucune sorte. MOODY'S met en œuvre toutes les mesures de nature à garantir la qualité des informations utilisées aux fins de l'attribution d'une notation de crédit et la fiabilité des sources utilisées par MOODY'S, y compris, le cas échéant, lorsqu'elles proviennent de tiers indépendants. Néanmoins, MOODY'S n'a pas un rôle de contrôleur et ne peut procéder de façon indépendante, dans chaque cas, à la vérification ou à la validation des informations reçues dans le cadre du processus de notation ou de préparation des publications de MOODY'S.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité envers toute personne ou entité pour toutes pertes ou tous dommages indirects, spéciaux, consécutifs ou accidentels, résultant de ou en connexion avec les informations contenues ci-contre, ou du fait de l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations, et ce même si MOODY'S ou l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs a été informé au préalable de la possibilité de telles pertes ou de tels dommages tels que, sans que cette liste ne soit limitative: (a) toute perte de profits présents ou éventuels, (b) tous dommages ou pertes survenant lorsque l'instrument financier concerné n'est pas le sujet d'une notation de crédit spécifique donnée par MOODY'S.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires causés à toute personne ou entité, y compris, mais sans que cette liste ne soit limitative, par la négligence (exception faite de la fraude, d'une faute intentionnelle ou plus généralement de tout autre type de responsabilité dont la loi prévient l'exclusion) de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs, et pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires résultant d'un événement imprévu sous le contrôle ou en dehors du contrôle de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs et résultant de ou en lien avec les informations contenues ci-contre ou résultant de ou en lien avec l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations.

AUCUNE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, CONCERNANT LE CARACTÈRE EXACT, OPPORTUN, COMPLET, COMMERCIALISABLE OU ADAPTÉ À UN USAGE PARTICULIER DE TOUTE NOTATION DE CE TYPE OU AUTRE OPINION OU AUTRE INFORMATION N'EST DONNÉE OU FAITE PAR MOODY'S SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT.

Moody's Investors Service, Inc., agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MOODY'S Corporation (« MCO »), informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créance (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par Moody's Investors Service, Inc. ont, avant l'attribution de toute notation, accepté de verser à Moody's Investors Service, Inc., pour les services d'évaluation et de notation fournis, des honoraires allant de \$ 1 500 à environ \$ 2 500 000. MCO et MIS appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer l'indépendance des notations et des processus de notation appliqués par MIS. Les informations relatives aux liens susceptibles d'exister entre les dirigeants de MCO et les entités faisant l'objet d'une notation, et entre les entités ayant fait l'objet de notations attribuées par MIS et ayant par ailleurs déclaré publiquement auprès de la SEC détenir une participation supérieure à 5% dans MCO, sont diffusées chaque année sur le site www.moody.com, dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy ».

Conditions supplémentaires pour l'Australie uniquement : Toute publication de ce document en Australie s'effectue conformément à la licence australienne pour la fourniture de services financiers (AFSL) de la filiale de MOODY'S, MOODY'S Investors Service Pty Limited (ABN 61 003 399 657 AFSL 336969) et/ou de MOODY'S Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (le cas échéant). Ce document s'adresse exclusivement à des investisseurs institutionnels (« wholesale clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001 (« Corporation Act 2001 »). En continuant à accéder à ce document depuis l'Australie, vous déclarez auprès de MOODY'S être un investisseur institutionnel, ou accéder au document en tant que représentant d'un investisseur institutionnel, et que ni vous, ni l'établissement que vous représentez, ne vont directement ou indirectement diffuser ce document ou son contenu auprès d'une clientèle de particuliers (« retail clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001. La notation de crédit MOODY'S est un avis portant sur la qualité de crédit attachée au titre de créance de l'émetteur, et non un avis sur les titres de capital de l'émetteur ou toute autre forme de titre mis à disposition d'investisseurs particuliers. Il serait imprudent et inapproprié pour les investisseurs particuliers de prendre une décision d'investissement sur la base d'une notation de crédit ou d'une publication effectuée par MOODY'S. En cas de doute, consultez votre conseiller financier ou un autre conseiller professionnel.

Conditions supplémentaires pour le Japon uniquement : Moody's Japan K.K. (« MJKK ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de Moody's Group Japan G.K., elle-même filiale à cent pour cent de Moody's Overseas Holdings Inc., elle-même filiale à cent pour cent de MCO. Moody's SF Japan K.K. (« MSFJ ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MJKK. MSFJ n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national (« Nationally Recognized Statistical Rating Organization ») ou « NRSRO ». En conséquence, les notations de crédit attribuées par MSFJ constituent des notations de crédit « Non-NRSRO » (« Non-NRSRO Credit Ratings »). Les notations de crédit « Non-NRSRO » sont attribuées par une entité qui n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national et, en conséquence, le titre ayant fait l'objet d'une notation ne sera pas éligible à certains types de traitements en droit des États-Unis. MJKK et MSFJ sont des agences de notation de crédit enregistrées auprès de l'Agence Financière Japonaise (« Japan Financial Services Agency ») et leurs numéros d'enregistrement respectifs sont « FSA Commissioner (Ratings) n°2 » et « FSA Commissioner (Ratings) n°3 ».

MJKK ou MSFJ (le cas échéant) informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créances (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par MJKK ou MSFJ (le cas échéant) ont, avant l'attribution de toute notation, accepté de verser à MJKK ou MSFJ (le cas échéant) pour les services d'évaluation et de notation fournis, des honoraires allant de 200 000 JPY à environ 350 000,000 JPY.

MJKK et MSFJ appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer le respect des contraintes réglementaires japonaises.

REPORT NUMBER 1145055

CLIENT SERVICES

Americas	+1.212.553.1653
Asia Pacific	+852.3551.3077
Japan	+81.3.5408.4100
EMEA	+44.20.7772.5454