



BANQUE des
TERRITOIRES



Perspectives

L'étude sur
le logement
social

ÉDITION 2019

SOMMAIRE

Synthèse	4
Partie 1. Le patrimoine des bailleurs sociaux en 2017	6
Partie 2. Analyse financière rétrospective (2012-2017).....	8
2.1 Exploitation : un autofinancement global stable à un niveau très favorable.....	8
2.2 Une structure financière qui se consolide malgré des investissements soutenus.....	12
Partie 3. Analyse prévisionnelle.....	14
3.1 Le secteur disposerait de la capacité financière suffisante pour maintenir à long terme la production de logements sociaux à 100 000 unités par an.....	14
3.2 Sensibilité des résultats aux hypothèses.....	20
Annexes	21
Annexe 1. Hypothèses du scénario économique.....	22
Annexe 2. Disparité des situations financières.....	24
Annexe 3. Glossaire.....	25

SYNTHÈSE

ANALYSE FINANCIÈRE RÉTROSPECTIVE ET PROSPECTIVE DES BAILLEURS SOCIAUX

Le secteur bénéficie de l'environnement de taux d'intérêt bas amené à durer et pourrait être en mesure de maintenir ses investissements

Le secteur du logement social a été affecté par plusieurs mesures importantes en 2017 et 2018, tant sur le plan financier avec la mise en place de la RLS (réduction de loyer de solidarité) amputant les recettes locatives et l'augmentation de la TVA, que sur le plan organisationnel dans le cadre de la loi Elan. Grâce à une situation financière initiale solide, aux plans d'accompagnement mais surtout à l'évolution des taux d'intérêt, le secteur pourrait être en mesure de tenir les engagements pris dans le cadre du pacte constructif en termes d'investissements entre 2020 et 2022. Selon le scénario économique et sectoriel retenu, les bailleurs disposeraient ensuite globalement de la capacité financière suffisante pour maintenir à long terme la construction (100 000 logements par an) et la réhabilitation (100 000 logements par an), en particulier grâce au niveau du taux du livret A de long terme (1,7 %). La prévision est très sensible aux hypothèses retenues. À titre d'exemple, si les loyers sociaux ne suivaient pas l'indice de référence (IRL) suite à des gels de loyers, si le taux d'impayés progressait ou si les prélèvements sur le secteur augmentaient, les bailleurs ne pourraient pas maintenir ce niveau d'investissements.

Ce sixième numéro de *Perspectives* présente le patrimoine des bailleurs sociaux, analyse leurs comptes consolidés entre 2012 et 2017 et propose une projection à 40 ans de la situation financière du secteur du logement social, marqué par d'importantes transformations depuis 2017. La partie prévisionnelle se base sur le fonctionnement actuel du secteur dans son ensemble, aussi bien dans la façon de produire des logements - maîtrise d'ouvrage directe des organismes et VEFA¹ -, que pour son modèle de financement fondé principalement sur la ressource du fonds d'épargne, sans explorer de scénarios de rupture plus ou moins radicaux. Cette prospective repose sur un scénario économique, sectoriel et financier défini par le service des études de la direction des prêts de la Banque des Territoires. Cette analyse du secteur dans sa globalité ne reflète bien entendu pas l'hétérogénéité des situations financières des différents bailleurs, qui a tendance à s'accroître avec les réformes en cours. De 2012 à 2017, les bailleurs sociaux ont mené des programmes

1. Vente en l'état futur d'achèvement.

d'investissement dynamiques (construction et réhabilitation), tout en conservant une situation financière solide. La taille du parc social continue de progresser pour atteindre 5,3 millions de logements en 2017. L'autofinancement global s'établit à un niveau favorable (15 % des loyers) et contribue au financement de l'activité future. Le potentiel financier continue en effet d'augmenter, porté par le niveau de l'autofinancement.

Le secteur a été affecté par plusieurs mesures importantes en 2017 et 2018, tant sur le plan financier avec la mise en place de la RLS (réduction de loyer de solidarité) et l'augmentation de la TVA que sur le plan organisationnel dans le cadre de la loi Elan. Depuis un an, le contexte économique et sectoriel a également fortement évolué pour les bailleurs sociaux. Sur le plan économique, les prévisions sur la sphère réelle (croissance, inflation) sont très proches de celles de l'année dernière. En revanche, la prévision de taux directeurs est revue fortement à la baisse que ce soit à court terme ou à plus long terme, en lien avec une modification considérée comme structurelle de la politique monétaire des banques centrales. Sur le plan sectoriel, les travaux de la « clause de revoyure » menés début 2019 entre le gouvernement, les fédérations du logement social, la Caisse des Dépôts et Action Logement ont abouti à la signature du pacte constructif (2020-2022) en avril 2019 à Matignon. Ce pacte acte certes les mesures RLS et TVA mais à un niveau moindre qu'envisagé l'année dernière. Il est assorti du plan d'investissement volontaire d'Action Logement comprenant une subvention au Fonds national des aides à la pierre (FNAP) de 300 M€ par an entre 2020 et 2022 réduisant la contribution des bailleurs ainsi que du Plan logement 2 de la Banque des Territoires comprenant notamment des titres participatifs, de nouvelles enveloppes de prêts à taux fixe et des remises commerciales d'intérêt. Ces mesures d'accompagnement soutiendront le secteur au cours des prochaines années pendant la phase de restructuration suite à la loi Elan.

Grâce à une situation financière initiale solide, à l'évolution des taux d'intérêt (taux du livret A anticipé au plancher de 0,5 % entre 2020 et 2022) et aux plans d'accompagnement suite à la RLS et à l'augmentation de TVA, le secteur pourrait être en mesure de tenir les engagements pris dans le cadre du pacte constructif en termes de construction de logements sociaux (110 000 agréments par an entre 2020 et 2022) et de rénovations (125 000 par an). Selon le scénario économique et sectoriel retenu, les bailleurs disposeraient ensuite globalement de la capacité financière suffisante pour maintenir à long terme la construction (100 000 logements par an) et la réhabilitation (100 000 logements par an) en particulier grâce au niveau du taux du livret A de long terme (1,7 %). La prévision est très sensible aux hypothèses retenues. À titre d'exemple, si les loyers sociaux ne suivaient pas l'indice de référence (IRL) suite à des gels de loyers, si le taux d'impayés progressait ou si les prélèvements sur le secteur augmentaient, les bailleurs ne pourraient pas maintenir ce niveau d'investissements.

PARTIE 1

Le patrimoine des bailleurs sociaux en 2017

Le paysage des bailleurs sociaux

Le parc Hlm est constitué du parc des Offices Publics de l'Habitat (OPH), des Entreprises Sociales pour l'Habitat (ESH) et des Coop'Hlm. En 2017, le parc Hlm compte 4,9 millions de logements dont 4,6 millions de logements familiaux et 0,3 million de logements-foyers. Le parc social, qui lui inclut le parc Hlm et les logements détenus par les Sociétés d'Économie Mixte (SEM) immobilières (0,4 million), s'élève à 5,3 millions de logements², en hausse de 0,8 % sur un an. Globalement, le parc social rapporté au nombre de ménages³ a progressé de 0,7 point en 5 ans, pour atteindre un peu plus de 18 % en 2017.

Les logements sociaux sont essentiellement détenus par les OPH et les ESH. Ainsi les 253 OPH et les 220 ESH possèdent respectivement 45 % et 46 % du parc de logements sociaux familiaux et foyers. Une majorité d'ESH fait partie d'un groupe ou d'un regroupement. Les bailleurs sociaux ont connu un mouvement de consolidation régulier au cours des dernières années, en particulier les ESH : on compte 14 % d'ESH en moins qu'en 2012 ; 6 % en moins pour les OPH. Ce mouvement devrait s'accélérer fortement dans les prochaines années du fait des regroupements prévus par la loi Elan.

Une croissance moindre de la taille du parc Hlm en 2017

En 2017, le parc Hlm compte 43 000 logements sociaux familiaux de plus qu'en 2016 (constructions diminuées des cessions hors secteur Hlm, des ventes aux personnes physiques et des démolitions, figure 1). La croissance du parc Hlm se poursuit donc, mais à un rythme plus faible qu'au cours des dernières années (+ 0,4 % en 2017 après + 1,4 % en 2016). Le niveau de production de logements reste toutefois important (74 000 mises en service en 2017). Parallèlement les ventes aux personnes physiques progressent légèrement, à 9 000 logements et les démolitions, soutenues par la

Figure 1 : Les composantes de la croissance nette du parc Hlm en 2017

+	-
74 000 mises en service	10 000 démolitions 12 000 cessions hors secteur Hlm 9 000 ventes à personnes physiques
43 000 logements supplémentaires	

Source : rapport « Les HLM en chiffres 2018 » de l'USH.

participation des bailleurs au nouveau programme de renouvellement urbain (NPNRU), s'établissent à 10 000 logements.

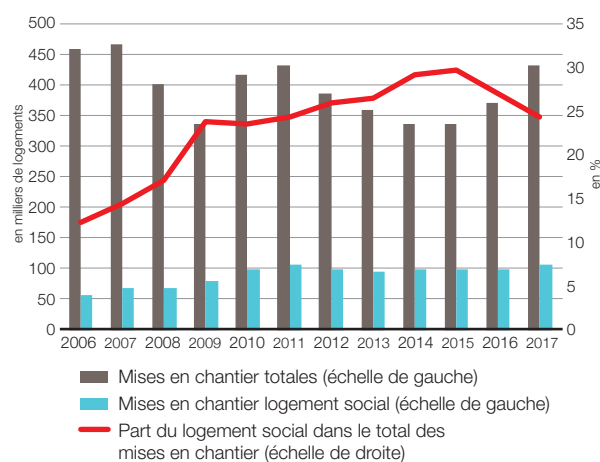
En 2017, la construction de logements sociaux, dont la Banque des Territoires assure près de 80 % du financement en valeur via des prêts à long terme, représente un quart des mises en chantier de logements privés et sociaux. Cette part a légèrement reculé par rapport aux années 2014 et 2015, années pendant lesquelles le secteur a joué un rôle d'amortisseur conjoncturel. La tendance de fond depuis le milieu des années 2000 est une forte augmentation de la part du logement social dans la construction avec un poids qui a doublé depuis 2006⁴ (graphique 1).

Disparités géographiques de la vacance du parc social

En 2017, le taux de vacance commerciale (logement proposé à la location mais vide) du parc privé et social de logements est de 8 %. Dans le parc social, ce taux est bien inférieur, à 3 %, les loyers pratiqués étant plafonnés

En 2017, un parc de 5,3 millions de logements sociaux, soit + 0,8 % en un an

Graphique 1 : Part de la construction de logements sociaux dans le total de la construction



Sources : rapports « Les HLM en chiffres » de 2014 et de 2018, USH.

2. Sources : « Les HLM en chiffres 2018 », USH, rapports d'activité des bailleurs sociaux et base RPLS. Données France entière.

3. Source : INSEE. Calcul des auteurs.

4. Cf. « Produire le logement social : hausse de la construction, changements institutionnels et mutations de l'intervention publique en faveur des Hlm (2004-2014) », M. Gimat, thèse de doctorat (2017) et « La connaissance du patrimoine : un préalable indispensable à la compréhension des enjeux du logement social », B. Bouculat, Revue d'Économie Financière (2014).

en fonction des revenus des locataires et en moyenne inférieurs de 30 % à ceux proposés dans le parc privé. Les aides personnelles au logement (APL), atteignant environ 35 % des loyers, solvabilisent également les locataires.

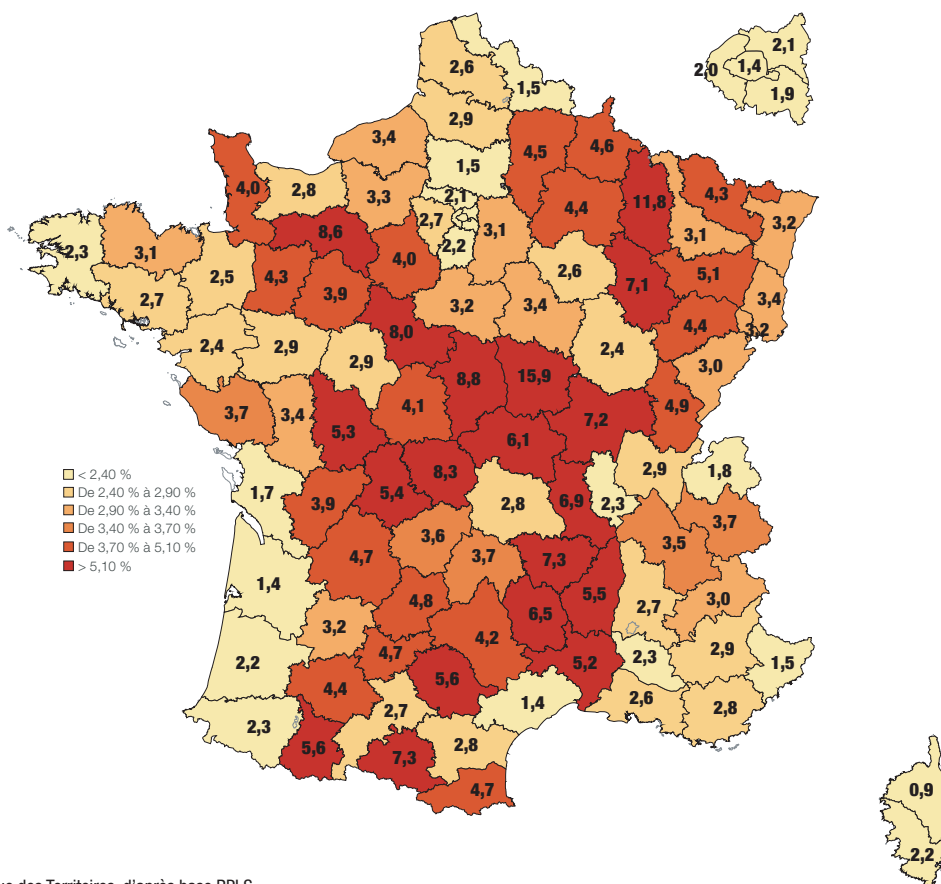
Le taux de vacance commerciale dans le parc social est cependant très variable selon les régions, la moyenne nationale (3 %) masquant une forte hétérogénéité entre les territoires (cf. graphique 2).

En effet, au-delà des caractéristiques intrinsèques des logements (taille, ancienneté, nombre de pièces, etc.), la vacance est en effet très liée aux territoires, à leurs évolutions démographiques et économiques. Ainsi, elle est plus faible pour les logements situés en zones tendues⁵, dans les grandes agglomérations ou dans les couronnes des grands pôles économiques que pour ceux qui sont situés en zone rurale ou dans les communes isolées. Par ailleurs, les logements dans les Quartiers Prioritaires de la Ville (QPV), où sont situés plus du quart des logements du parc social, sont caractérisés par une vacance relativement plus importante.

Le taux de vacance⁶ le plus élevé au sein du parc locatif social des 13 régions métropolitaines est observé dans la région Bourgogne-Franche-Comté (5,1 %), devant les régions Centre-Val de Loire (4,5 %) et Grand-Est (4,1 %). De fortes disparités départementales apparaissent toutefois avec des départements touchés par des taux de vacance encore plus importants, chacun caractérisé par des marchés globalement détendus : la Nièvre (15,9 %) pour la Bourgogne-Franche-Comté, le Cher (8,8 %) pour la région Centre-Val-de-Loire, et enfin, la Meuse (11,8 %) pour le Grand-Est.

À l'inverse, les parcs ayant le taux de vacance le moins élevé se situent essentiellement autour des principaux centres urbains et économiques et des territoires marqués par une tension plus importante du marché immobilier : 2,1% en Ile-de-France, 1,5 % en Corse, 1,5 % dans le département du Nord, 2,3 % dans le département du Rhône, 1,5 % dans les Alpes-Maritimes et 1,4 % en Gironde.

Graphique 2 : Vacance commerciale du parc social en France métropolitaine au 1^{er} janvier 2018



PARTIE 2

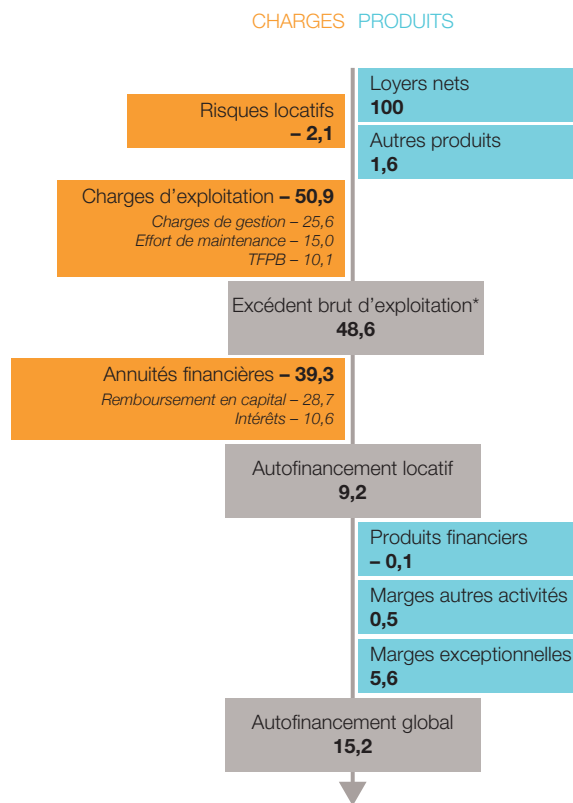
Analyse financière rétrospective (2012-2017)

Les organismes Hlm sont des acteurs à but non-lucratif, ce qui signifie que les éventuels excédents produits par leurs activités ne peuvent généralement pas être distribués à des actionnaires. Les ESH, qui sont des sociétés anonymes de droit privé, peuvent certes distribuer à leurs actionnaires des dividendes, mais le volume de ces derniers est plafonné à un niveau faible, fonction du taux

du livret A⁷. Cela signifie que les organismes Hlm visent à long terme l'équilibre des dépenses et des recettes dans les équilibres des opérations neuves⁸. Cette partie présente l'analyse de la situation financière en 2017 et son évolution depuis 2012.

En 2017, l'autofinancement locatif diminue légèrement en raison d'une légère augmentation du poids des risques locatifs. L'autofinancement global reste néanmoins stable à un niveau très favorable (15 % des revenus locatifs), soutenu par les cessions, et contribue au financement de l'activité future. Le potentiel financier continue en effet d'augmenter, porté par le niveau de l'autofinancement et la première tranche de prêt de haut de bilan, supérieurs aux investissements en fonds propres des bailleurs sociaux.

Figure 2 : Décomposition des postes d'exploitation des bailleurs sociaux (ESH, OPH, Coop'Hlm et SEM) pour 100 € de loyers perçus en 2017



Source : Banque des Territoires.

* À noter que les produits d'exploitation comprennent également les subventions d'exploitation (environ 0,2 %).

Note de lecture : en 2017, pour 100 € de loyers nets⁹ perçus par un bailleur social, en moyenne, 50,9 € sont destinés à couvrir les charges d'exploitation et 39,3 € le paiement des annuités financières. L'excédent des recettes sur les dépenses est de 9,2 €. En ajoutant à cela les produits exceptionnels issus principalement de la cession de son patrimoine, et les marges provenant des autres activités, la marge globale de l'opérateur atteint 15,2 € en moyenne. Cela lui sert à financer en partie son activité en 2018.

Périmètre et méthodologie

Cette partie consacrée à l'analyse financière rétrospective du secteur est réalisée sur la quasi-totalité du parc social en France métropolitaine : un périmètre de 565 bailleurs sociaux (OPH, ESH, Coop'Hlm et SEM détenant 5,2 millions de logements). Il s'agit d'une évolution par rapport à l'étude *Perspectives* de l'année dernière car l'analyse rétrospective n'incluait alors pas les SEM.

2-1 Exploitation : un autofinancement global stable à un niveau très favorable

En 2017, l'autofinancement global rapporté aux revenus locatifs reste stable à un niveau très favorable. L'excédent brut d'exploitation (figure 2 pour la décomposition des postes d'exploitation) est toutefois en légère baisse par rapport à 2016, du fait d'une légère hausse du poids des risques locatifs et d'une légère baisse des revenus locatifs annexes. Alors que les annuités financières rapportées aux loyers sont stables, l'autofinancement locatif est impacté par la légère baisse de l'excédent brut d'exploitation pour s'établir à 9,2 % des revenus locatifs contre 9,5 % en 2016. L'autofinancement global atteint 15,2 % des loyers, soutenu par l'augmentation des produits de cessions.

7. Le taux de rémunération des titres est inférieur au taux du livret A majoré de 150 pbs. Cf. Code de la construction et de l'habitation – article 422-1.

8. Cf. « le financement du logement social : forces et éléments de fragilité du modèle économique français », D. Hoorens, Revue d'Économie Financière (2014) et Gimat (2017).

9. Les loyers évoqués dans la présente étude sont les loyers quittancés auprès des locataires, inférieurs aux loyers théoriquement perçus par l'organisme car déjà corrigés des pertes de loyers liées à la vacance de logements.

Les principaux ratios de gestion

L'**excédent brut d'exploitation** correspond au solde entre, d'une part, les produits d'exploitation, essentiellement les loyers nets des pertes dues à la vacance et au poids des impayés et, d'autre part, les charges d'exploitation réelles (charges de gestion dont frais de personnel, coût de la maintenance, taxe foncière sur la propriété bâtie).

L'**autofinancement locatif** est le résultat récurrent généré par l'activité principale des bailleurs, l'activité locative. Un autofinancement locatif faible est donc un signal défavorable car cela signifie que le cœur de l'activité du bailleur ne dégager pas de marges. Il comprend l'excédent brut d'exploitation et le remboursement des annuités de dette. Ces annuités sont élevées car les bailleurs sociaux financent leurs investissements en construction et réhabilitation en majorité par de la dette (à long terme).

L'**autofinancement global** est le résultat généré par l'ensemble des activités des bailleurs sociaux. Il comprend :

- l'autofinancement locatif ;
- le résultat exceptionnel : essentiellement les plus-values issues des ventes de logements aux particuliers ainsi que les marges sur les produits financiers, l'activité d'accession sociale et autres activités annexes.

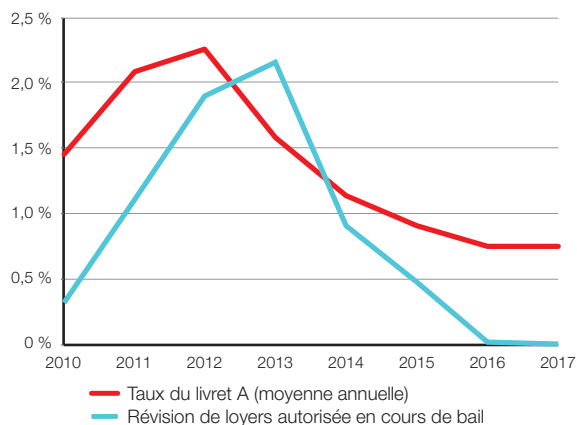
L'excédent brut d'exploitation rapporté aux loyers diminue légèrement en 2017 par rapport à 2016 (cf. graphique 5) du fait d'une légère hausse du poids des risques locatifs et d'une baisse de revenus locatifs annexes. Entre 2014 et 2016, l'EBE avait également suivi une baisse tendancielle (- 1,5 point de revenus locatifs), du fait de l'augmentation des charges de fonctionnement. Le repli a été moins important pour l'autofinancement locatif (- 1,0 point entre 2014 et 2016) grâce à une légère diminution des annuités financières et pour l'autofinancement global (- 0,8 point) soutenu par les cessions.

Des revenus locatifs en progression

Les loyers et redevances constituent la principale ressource des bailleurs sociaux. Ils intègrent les loyers issus des logements locatifs, des logements spécifiques comme les résidences étudiantes et des annexes attenantes aux logements loués (garages, commerces en pied d'immeuble, etc.). Les révisions de loyer autorisées en cours de bail au 1^{er} janvier 2017 ont été nulles, conformément à la

progression annuelle de l'indice de référence des loyers (IRL) au 2^e trimestre 2016¹⁰ (+ 0 % - graphique 3). En 2017, les revenus locatifs ont globalement progressé de + 3,3 %, en lien principalement avec l'augmentation de la taille du parc social et des mises en service de nouveaux logements.

Graphique 3 : Plafond de croissance des loyers et taux du livret A



Sources : Banque des Territoires.

Des risques locatifs toujours maîtrisés

Le poids des risques locatifs (loyers impayés et charges non récupérées) augmente très légèrement tout en restant contenu à 2,1% des revenus locatifs (figure 2), portés par une progression des charges non récupérées. S'il est stable par rapport à 2016, le poids des impayés a cependant tendance à augmenter sur la durée puisqu'il n'était que de 0,8 % en 2012 contre 1,1 % en 2017. Cette évolution illustre la dégradation de la situation financière d'une partie des locataires. Cependant, les risques d'impayés restent limités car les locataires du parc social bénéficient de transferts sociaux importants via les aides personnelles au logement (APL), versées en tiers-payant aux bailleurs, et qui représentent environ 35 % des loyers perçus. De plus, les bailleurs sociaux mettent en place des actions de lutte contre les impayés : déploiement d'outils informatiques dédiés et de processus de gestion interne et renforcement des dispositifs d'assistance et d'accompagnement social.

Les risques locatifs et la vacance sont très variables selon les régions, la moyenne nationale masquant des taux très élevés sur certains territoires (voir Partie I). Ces indicateurs constituent des données stratégiques pour les bailleurs sociaux car ils témoignent à la fois de l'attractivité du parc, de la qualité de la gestion locative et de la situation financière de leurs locataires.

10. Entre 2011 et 2016, les augmentations de loyers au 1^{er} janvier, hors travaux et nouvelles locations, étaient plafonnées au taux de croissance de l'IRL du 3^e trimestre de l'année précédente. Mais à partir de 2017, la loi Égalité et Citoyenneté du 27 janvier 2017 fixe l'évolution des loyers plafonds dans la limite de la variation de l'IRL du deuxième trimestre. Des dérogations peuvent toutefois être autorisées en cas de travaux de réhabilitation ou de plan de redressement approuvé par la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS). Dans ces cas, la majoration est plafonnée à 5 % des loyers au-delà de l'IRL.

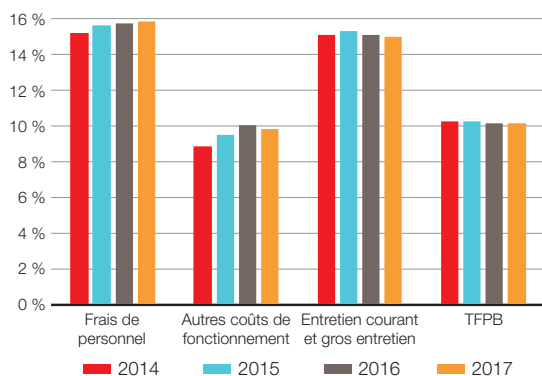
Des coûts de gestion stables relativement aux loyers

Après avoir augmenté fortement entre 2014 et 2016 (+ 1,7 point de revenus locatifs), les coûts de gestion se stabilisent en 2017 à 25,5 % des revenus locatifs. Les charges de personnel continuent néanmoins de progresser.

Les charges de gestion sont constituées aux deux tiers des frais de personnel et pour un tiers des autres coûts de fonctionnement (services extérieurs, achats, primes d'assurance, honoraires de gestion, cotisations à la CGLLS...). En 2017, tandis que les charges de personnel rapportées aux loyers continuent de progresser (+ 0,2 pt de revenus locatifs – graphique 4), les autres charges de fonctionnement marquent une inflexion (- 0,2 pt de revenus locatifs) après avoir nettement augmenté entre 2014 et 2016. En particulier, les cotisations des bailleurs sociaux à la CGLLS sont en légère baisse en 2017. Depuis 2013, les coûts de gestion suivent une tendance à la hausse qui pèse sur l'excédent brut d'exploitation et sur l'autofinancement locatif (cf. graphique 5).

De même, l'effort de maintenance comprenant l'entretien courant et le gros entretien est stable à 15 % des loyers sur la période 2014-2017. Enfin, la contribution annuelle du secteur au titre de la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB), 2,5 Md€ en 2017, s'élève à 10,1 % des loyers, soit également à un niveau stable. La TFPB est une charge significative dans l'exploitation des bailleurs sociaux malgré les exonérations qui leur sont accordées en contrepartie de leur mission d'utilité publique. Depuis 2004, ils peuvent en effet bénéficier d'une exonération de la TFPB pendant les 25 premières années d'exploitation pour les logements PLUS, PLAI et PLS, contre 15 ans auparavant. Des dégrèvements peuvent en outre être

Graphique 4 : Charges d'exploitation en % des revenus locatifs

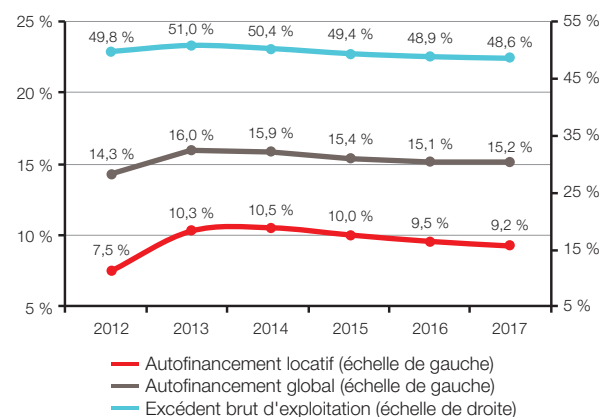


Source : Banque des Territoires.

accordés pour la réalisation de travaux d'accessibilité ou d'économies d'énergie. Enfin, les bailleurs bénéficient d'abattements de 30 % accordés jusqu'en 2020, au titre du patrimoine qu'ils possèdent dans les quartiers prioritaires de la ville (QPV).

Un autofinancement global stable à 15 % des loyers en 2017

Graphique 5 : Évolution des principaux ratios d'exploitation sur la période 2012-2017 (en % des loyers)



Source : Banque des Territoires.

Un poids relatif des annuités de dette en baisse depuis 2012

La dette des bailleurs sociaux est constituée à près de 80 % de prêts de la Banque des Territoires, qui sont majoritairement indexés au taux du livret A. Depuis 2012, d'une part, le taux du livret A a fortement diminué (cf. graphique 6), d'autre part les organismes ont contracté d'importants volumes de dette pour financer l'activité de construction dynamique (cf. partie 1) entraînant une progression substantielle de l'encours de dette financière (+ 25 % entre 2012 et 2017).

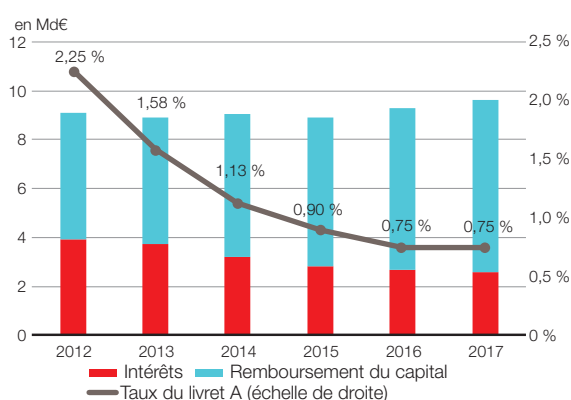
La charge d'intérêts diminue fortement (- 34 % sur la période - graphique 6), grâce à la baisse du taux du livret A et ce malgré la progression de l'endettement. À l'inverse, le remboursement du capital progresse de plus d'un tiers, en raison principalement de l'augmentation de l'endettement, mais également du mécanisme optionnel de lissage des annuités des prêts de la Banque des Territoires en cas de variation des taux à la baisse ou à la hausse (double révisabilité – cf. encadré ci-dessous). En effet, la baisse du taux du livret A a entraîné un amortissement accéléré des dettes passées. Globalement les annuités (en euros courants), somme des charges d'intérêts et du remboursement du capital, progressent légèrement sur la période (+ 6 %).

Si les annuités restent le principal poste de coût des bailleurs sociaux, rapportées aux loyers, elles ont diminué de 3 points depuis 2012 pour s'établir à 39,3 % des revenus locatifs en 2017 (tableau 1). Cela soutient l'autofinancement locatif et par conséquent l'autofinancement global. En particulier, les intérêts ont diminué de 8 points de revenus locatifs par rapport à

2012, quand le remboursement du capital a progressé (+ 5 points de loyers).

Par rapport à 2016, les annuités rapportées aux revenus locatifs sont stables. L'autofinancement locatif diminue légèrement (à 9,2 % de loyers contre 9,5 % en 2016), du fait du repli de l'excédent brut d'exploitation (figure 2 et graphique 5). Il reste toutefois à un niveau très favorable.

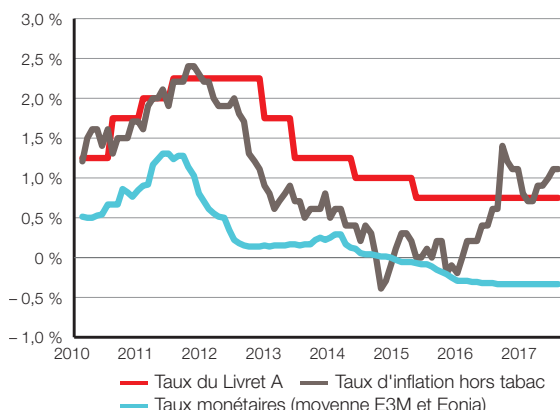
Graphique 6 : Décomposition des annuités financières (intérêts et remboursement du capital)



Source : Banque des Territoires.

Note de lecture : en 2017, avec un taux du livret A de 0,75 %, les charges financières liées à la dette (capital et intérêts) représentent 9,6 Md€ pour l'ensemble des bailleurs, dont 7,0 Md€ dédiés à l'amortissement de l'emprunt (remboursement du capital) et 2,6 Md€ aux intérêts.

Graphique 7 : Évolution des taux du livret A, de l'inflation et des taux monétaires à court terme



Source : Banque des Territoires.

Évolution de l'annuité par composantes et caractéristiques de la dette auprès de la Banque des Territoires

Les intérêts de la dette poursuivent leur repli en 2017. Cette tendance est liée aux baisses successives du taux du livret A (graphique 7). En effet, la dette des organismes est principalement constituée de prêts contractés auprès de la Banque des Territoires, pour l'essentiel indexés sur le taux du livret A. La modalité de révision des prêts de la Banque des Territoires la plus couramment choisie par les bailleurs (« double révisable ») lisse l'impact de la variation du taux d'intérêt sur le montant des annuités. En effet, la « double révisabilité » implique la révision simultanée du taux d'intérêt et du taux de progressivité de l'échéance.

Le mécanisme pour une baisse du taux du livret A (symétrique à la hausse) est le suivant : une baisse des taux d'intérêt réduit mécaniquement les charges d'intérêt. Pour lisser l'impact de cette baisse de taux sur le montant des échéances, le taux de progressivité de l'échéance baisse également ce qui entraîne une augmentation progressive du remboursement du capital. Ce dernier est donc sur-amorti.

L'autofinancement global demeure stable, à un niveau très favorable

L'autofinancement global comprend l'autofinancement locatif et les marges des activités complémentaires à l'activité principale, telles que la vente d'actifs immobiliers ou financiers (marges dites « exceptionnelles »), le placement de la trésorerie dégagée par l'activité principale et l'activité de promotion-accession de logements sociaux.

En 2017, l'autofinancement global reste stable à 15,2 %. L'autofinancement global est impacté négativement par la légère baisse de l'autofinancement locatif relativement aux loyers (- 0,3 pt de loyers). Toutefois cet effet est compensé par une augmentation des produits exceptionnels, issue principalement des cessions (tableau 1).

Tableau 1 : Principaux ratios d'exploitation sur la période 2012-2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Produits d'exploitation (en Md€)	21,42	21,77	22,59	22,59	23,58	24,26
Charges d'exploitation (en Md€)	- 10,74	- 10,63	- 11,18	- 11,41	- 12,04	- 12,41
<i>en % des loyers</i>	- 50,1 %	- 48,6 %	- 49,3 %	- 50,5 %	- 51,0 %	- 50,9 %
<i>par logement (en €)</i>	- 2 199	- 2 175	- 2 236	- 2 314	- 2 343	- 2 366
Charges de gestion (en % des loyers)	- 24,6 %	- 23,5 %	- 24,0 %	- 25,0 %	- 25,7 %	- 25,6 %
<i>par logement (en €)</i>	- 1 081	- 1 051	- 1 087	- 1 145	- 1 182	- 1 192
Effort de maintenance (en % des loyers)	- 15,1 %	- 14,7 %	- 15,0 %	- 15,2 %	- 15,0 %	- 15,0 %
<i>par logement (en €)</i>	- 661	- 660	- 682	- 699	- 690	- 697
TFPB (en % des loyers)	- 10,3 %	- 10,3 %	- 10,2 %	- 10,2 %	- 10,1 %	- 10,1 %
<i>par logement (en €)</i>	- 451	- 461	- 463	- 467	- 465	- 471
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EN % DES LOYERS)	49,8 %	51,0 %	50,4 %	49,4 %	48,9 %	48,6 %
Annuités (en % des loyers)	- 42,4 %	- 40,7 %	- 39,9 %	- 39,4 %	- 39,3 %	- 39,3 %
<i>dont intérêts</i>	- 18,4 %	- 17,0 %	- 14,2 %	- 12,5 %	- 11,3 %	- 10,6 %
<i>dont remboursement en capital</i>	- 24,0 %	- 23,7 %	- 25,7 %	- 26,9 %	- 28,0 %	- 28,7 %
AUTOFINANCEMENT LOCATIF (EN % DES LOYERS)	7,5 %	10,3 %	10,5 %	10,0 %	9,5 %	9,2 %
Produits financiers nets	1,1 %	0,7 %	0,5 %	0,2 %	0,0 %	- 0,1 %
Marges exceptionnelles	5,1 %	4,6 %	4,5 %	4,7 %	5,0 %	5,6 %
<i>dont plus-values de cessions</i>	4,4 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,7 %
Marges sur autres activités	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %
AUTOFINANCEMENT GLOBAL (EN % DES LOYERS)	14,3 %	16,0 %	15,9 %	15,4 %	15,1 %	15,2 %

Source : Banque des Territoires. Se référer également à la figure 2.

2-2 Une structure financière qui se consolide malgré des investissements soutenus

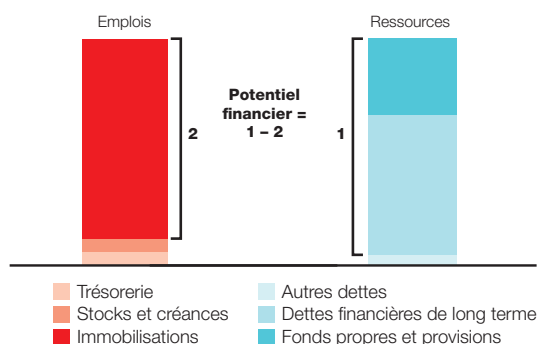
Le potentiel financier continue de progresser en 2017

Le potentiel financier a continué d'augmenter en 2017 ce qui accroît les ressources disponibles et mobilisables pour les futures opérations d'investissement (graphique 9). Le potentiel financier correspond en effet aux ressources disponibles pour les bailleurs une fois qu'ils ont fait face au financement de leur patrimoine locatif ; il évolue principalement en fonction du niveau de l'autofinancement

global (impact positif) et des fonds propres investis dans les opérations (impact négatif) – (graphique 8).

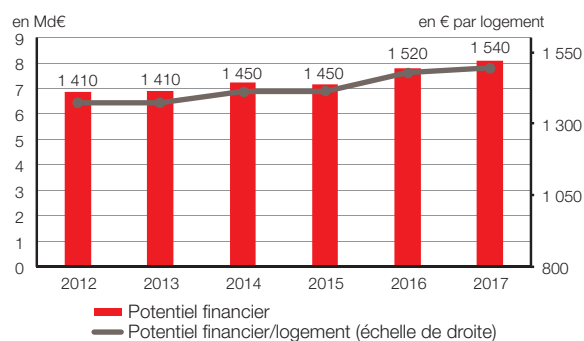
Le potentiel financier continue de progresser en 2017 (+ 3,4 %). Rapporté au nombre de logements, il croît légèrement à 1 540 € par logement (graphique 9). Sa progression est portée par le niveau de l'autofinancement global et la première tranche du prêt de haut de bilan bonifié (PHBB), qui sont supérieurs au volume de fonds propres investis par les bailleurs, malgré le niveau élevé des investissements dans les opérations (construction et réhabilitation - cf. partie 1). A l'inverse, les opérations de démolitions très consommatrices de fonds propres ont

Graphique 8 : Structure schématique du bilan d'un organisme de logement social



Source : Banque des Territoires.

Graphique 9 : Évolution du potentiel financier entre 2012 et 2017 - euros courants



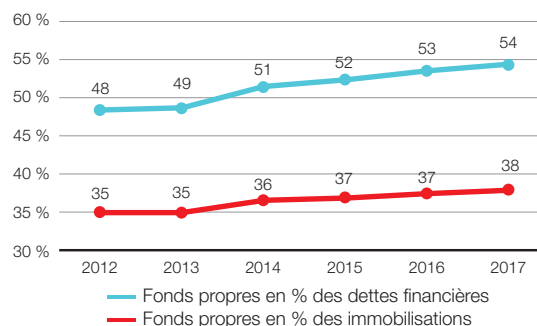
Source : Banque des Territoires.

Un potentiel financier par logement à 1 540 € en 2017

été moins nombreuses en 2017. Le niveau favorable du potentiel financier représente autant de ressources mobilisables pour les futures opérations d'investissement.

Depuis 2012, les fonds propres au bilan des bailleurs sociaux continuent de se renforcer (graphique 10) en pourcentage des immobilisations comme en pourcentage de la dette financière. En 2017, les fonds propres cumulés atteignent 35 % du total du bilan contre 33 % cinq ans auparavant (graphique 11). La trésorerie cumulée des bailleurs s'établit à 8,5 mois de dépenses (loyers et charges) et à 2 950 € par logement en 2017.

Graphique 10 : Évolution des ratios de fonds propres entre 2012 et 2017

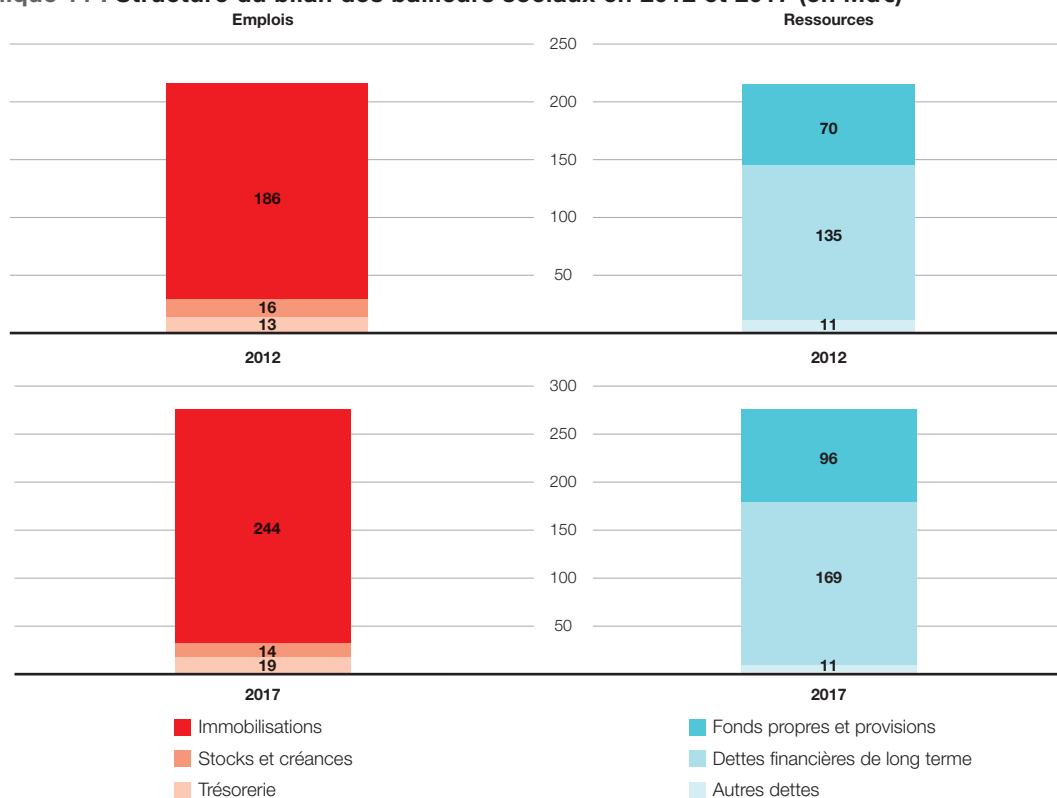


Source : Banque des Territoires.

En bref

En 2017, l'autofinancement locatif diminue légèrement en raison d'une augmentation des risques locatifs. L'autofinancement global reste néanmoins stable à un niveau très favorable, soutenu par les cessions, et contribue au financement de l'activité future. Le potentiel financier continue en effet d'augmenter, porté par le niveau de l'autofinancement et la première tranche de prêt de haut de bilan, supérieurs aux investissements en fonds propres des bailleurs sociaux.

Graphique 11 : Structure du bilan des bailleurs sociaux en 2012 et 2017 (en Md€)



Source : Banque des Territoires.

PARTIE 3

Analyse prévisionnelle

Cette partie prévisionnelle projette les comptes des bailleurs sociaux à long terme. Le secteur a été affecté par plusieurs mesures importantes en 2017 et 2018, tant sur le plan organisationnel dans le cadre de la loi Elan, que sur le plan financier avec la mise en place de la **RLS** (réduction de loyer de solidarité) et **l'augmentation de la TVA** (cf. *Perspectives* 2018). Depuis un an, **le contexte économique et sectoriel a également fortement évolué pour les bailleurs sociaux**. Sur le plan économique, les prévisions sur la sphère réelle (croissance, inflation) sont très proches de celles de l'année dernière. En revanche, **la prévision de taux directeurs est revue fortement à la baisse que ce soit à court terme ou à plus long terme**, en lien avec une modification considérée comme structurelle de la politique monétaire des banques centrales (Banque Centrale Européenne et Fed). Une telle évolution du scénario économique, si elle se concrétise, est, toutes choses égales par ailleurs, une bonne nouvelle pour les résultats financiers et la capacité d'investissement du secteur du logement social qui dépendent entre autres facteurs de l'écart entre inflation et taux courts¹¹.

Sur le plan sectoriel, les travaux de la « clause de revoyure » menés début 2019 entre le gouvernement, les fédérations du logement social, la Caisse des Dépôts et Action Logement ont abouti à la signature du pacte constructif (2020-2022) en avril 2019 à Matignon. À l'issue des négociations, ce pacte acte certes les mesures RLS et TVA mais à un niveau moindre qu'envisagé l'année dernière. Il est assorti du plan d'investissement volontaire d'Action Logement comprenant en particulier une subvention au FNAP (Fonds national des aides à la pierre) de 300 M€ par an entre 2020 et 2022 et du Plan logement 2 de la Banque des Territoires comprenant notamment des titres participatifs, de nouvelles enveloppes de prêts à taux fixe et des remises commerciales d'intérêt. Ces mesures d'accompagnement soutiendront le secteur au cours des prochaines années pendant la phase de restructuration suite à la loi Elan. Ainsi, par rapport à l'année dernière, le secteur dispose globalement de davantage de visibilité pour investir et bénéficierait en outre dans le scénario économique retenu d'une capacité financière supérieure pour réaliser ces investissements.

Grâce à l'évolution des taux d'intérêt (taux du livret A anticipé au plancher de 0,5 % entre 2020 et 2022) et aux plans d'accompagnement suite à la RLS et l'augmentation de TVA, le secteur pourrait être en mesure de tenir les engagements pris dans le cadre du pacte constructif en termes de construction de logements sociaux (110 000 agréments par an entre 2020 et 2022) et de rénovations

(125 000 par an). Selon le scénario économique et sectoriel retenu, les bailleurs disposeraient ensuite globalement de la capacité financière suffisante pour maintenir à long terme la construction à 100 000 logements par an et la réhabilitation à 100 000 logements par an. Cette analyse du secteur dans sa globalité ne reflète pas l'hétérogénéité des situations financières des différents bailleurs. De plus, la prévision est très sensible aux hypothèses retenues. À titre d'exemple, si les loyers sociaux ne suivaient pas l'IRL suite à des gels de loyers, les bailleurs ne pourraient pas être en mesure de maintenir ce niveau de production et de réhabilitation de logements¹².

Périmètre et méthodologie

Le périmètre de l'analyse prévisionnelle est le même que celui de l'analyse rétrospective. Il comprend ainsi environ 490 OPH, ESH et Coop'Hlm ainsi que 75 SEM spécialisées dans le logement social.

Les sociétés de ventes Hlm, dont le développement est prévu par la loi Elan et qui pourront acquérir des logements en bloc, n'entrent pas dans le périmètre. Ainsi les ventes par les bailleurs sociaux de logements aux sociétés de ventes Hlm sont considérées ici comme des sorties de patrimoine. De même, les véhicules d'investissement en nue-propiété, mis en place pour développer la construction, ne sont pas inclus dans le périmètre.

3-1 Le secteur disposerait de la capacité financière suffisante pour maintenir à long terme la production de logements sociaux à 100 000 unités par an

Prévisions d'investissements

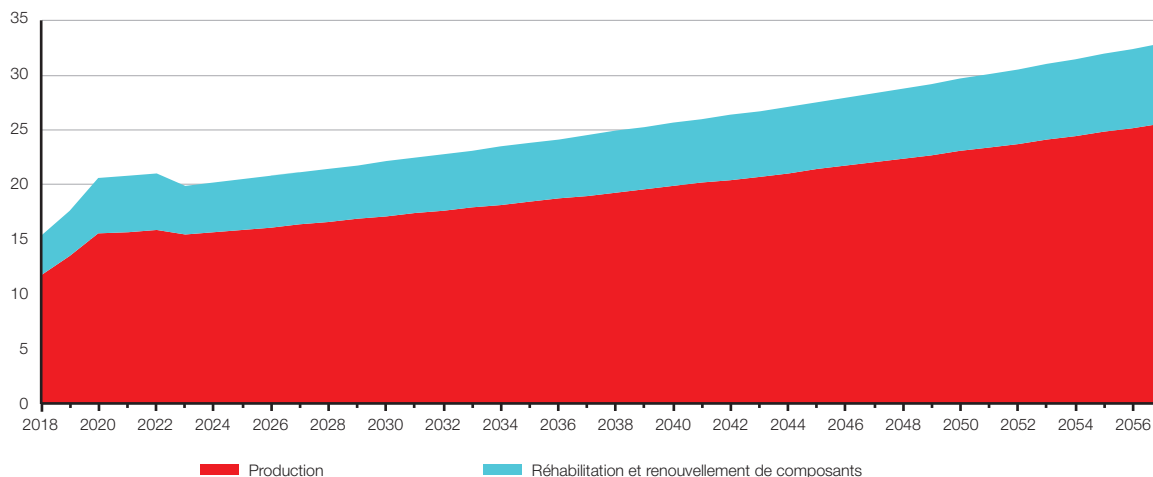
Selon le scénario économique et financier retenu (cf. encadré suivant), le secteur pourrait être en mesure de tenir les engagements pris dans le cadre du pacte constructif en termes de construction de logements sociaux (110 000¹³ agréments par an entre 2020 et 2022) et de rénovations (125 000 par an). Les bailleurs disposeraient ensuite globalement de la capacité financière suffisante pour maintenir la construction de logements à un niveau élevé sur toute la période de prévision (100 000 logements par an), ainsi que la réhabilitation à 100 000 logements par an.

S'agissant des sorties de patrimoine, les ventes aux

11. Cf. *Éclairages* n°21, « Les vertus du financement grâce à l'épargne réglementée pour le logement social », partie 3, Banque des Territoires, août 2019.

12. Cf. les tests de sensibilité réalisés en partie 3.2 de la publication « *Perspectives* : l'étude sur le logement social », Banque des Territoires, octobre 2018.

13. Soit 104 500 logements financés du fait du taux de chute entre nombre d'agréments délivrés et nombre de logements financés auprès de la Banque des Territoires.

Graphique 12 : Montants d'investissements prévus pour le parc social (en Md€ courants)

Source : Banque des Territoires.

personnes physiques et aux sociétés de ventes Hlm pourraient doubler d'ici 2022 passant progressivement de 8 000 à 17 000 logements. En particulier, les ventes annuelles aux personnes physiques pourraient atteindre 12 000, soit une hausse de 50 %, et 5 000 logements pourraient être vendus par an aux sociétés de ventes Hlm. Il s'agit donc d'une hypothèse forte mais qui s'inscrit dans la volonté politique d'une augmentation des ventes (objectif politique historique de 40 000 ventes par an).

Les démolitions seraient dynamiques au cours des dix prochaines années (11 000 par an en moyenne), soutenues par la participation des bailleurs au NPNRU. Elles s'établiraient ensuite sur longue période à 8 000 par an.

Selon ce scénario, la taille du parc social devrait continuer de progresser au cours des vingt prochaines années pour atteindre un ratio de 20 % rapporté au nombre de ménages en France métropolitaine¹⁴ en 2038 contre 18 % en 2018. Le parc social comprendrait ainsi 6,8 millions de logements dans vingt ans en France métropolitaine, soit une hausse de 28 %.

Un parc social de 6,8 millions de logements dans vingt ans, soit 20 % du nombre de ménages en France métropolitaine

Le secteur Hlm est certes déjà largement engagé dans la transition énergétique et environnementale, avec des performances énergétiques du parc social supérieures à celles du reste du secteur résidentiel. Toutefois les besoins de réhabilitations, notamment thermiques, restent importants. 100 000 logements seraient réhabilités par an en moyenne après 2023, dont 70 000 rénovations thermiques. Globalement l'investissement des bailleurs sociaux se maintient en volume sur la période de prévision (18 Md€ par an en euros constants à partir de 2023). En euros courants, les investissements progressent en ligne avec la croissance des prix de revient des opérations (cf. graphique 12).

Zoom sur les hypothèses clés à 40 ans

Baisse des recettes liées à la Réduction de loyer de solidarité (RLS)

Introduite par la loi de finances 2018, la RLS consiste en une remise sur le loyer acquitté par le locataire de façon à compenser la baisse d'APL prévue par la même loi de finances. Prévue initialement à 1,5 Md€ par an à partir de 2020, la RLS a été revue à la baisse à 1,3 Md€ lors de la signature du pacte constructif entre l'État, les fédérations Hlm, Action Logement et

la Caisse des Dépôts en avril 2019, suite aux travaux de la « clause de revoyure » menés début 2019. La mesure devrait ainsi entraîner une baisse de 1,3 Md€ par an au total des revenus locatifs des bailleurs sociaux entre 2020 et 2022, après 800 M€ en 2018 et 890 M€ en 2019. À partir de 2023, l'étude fait l'hypothèse d'une stabilisation du ratio entre RLS et revenus locatifs.

14. Calculs des auteurs d'après les données du nombre de ménages de l'INSEE et les projections réalisées par le service de la donnée et des études statistiques (SDES) du ministère de la Transition écologique et solidaire.

Un coût de construction accru par la hausse de la TVA

Autre disposition de la loi de finances 2018, la TVA sur la construction de logements sociaux est passée de 5,5 % à 10 % pour toutes les opérations livrées entre le 1^{er} janvier 2018 et le 31 décembre 2019. Cette hausse représente un surcoût d'environ 700 M€ en 2018 et 850 M€ en 2019. Le pacte constructif prévoit qu'à partir du 1^{er} janvier 2020, la TVA soit ramenée de nouveau à 5,5 % pour les logements les plus sociaux financés en PLAI, les logements en Quartier Prioritaire de la Ville, ainsi que les acquisitions-améliorations des logements PLUS. Elle sera maintenue à 10 % pour la production des autres catégories de logements (PLUS et PLS).

Le prêt de haut de bilan bonifié (PHBB)

Mis en place en 2016 par la Caisse des Dépôts et Action Logement, ce dispositif de financement innovant à très long terme, doté d'une enveloppe de 2 Md€, prend la forme de prêts d'une maturité de 30 à 40 ans, avec deux périodes d'amortissement distinctes : une première période de 20 ans avec un taux d'intérêt à 0 % et un différé total d'amortissement ; une deuxième période d'amortissement allant jusqu'à 20 ans, pendant laquelle les intérêts des annuités s'effectuent au taux du livret A plus 60 pbs.

Le secteur a bénéficié de plans d'accompagnement suite aux mesures RLS et hausse de TVA :

Plan logement 1 de la Banque des Territoires en 2018

Ce plan comprend les mesures suivantes :

- Allongement de la dette des bailleurs sociaux pour les prêts indexés sur le livret A et d'une durée de 3 à 30 ans. Cette mesure a donné lieu à des allongements de 14,5 Md€ de dette. L'allongement est de 10 ans dans 85 % des cas et de 5 ans dans 15 % des cas.
- 4 Md€ de prêts à taux fixe dont 2 Md€ de prêts pour le réaménagement de la dette des bailleurs, 1 Md€ pour soutenir la construction et 1 Md€ pour des travaux de réhabilitation.
- 2 Md€ de prêt de haut de bilan de deuxième génération (PHB 2.0) avec les mêmes caractéristiques financières que le premier PHBB.
- 0,7 Md€ d'investissement de la Caisse des Dépôts pour soutenir la construction en usufruit locatif social (véhicule TONUS).
- Maintien de l'aide à la démolition en zone détendue avec le dispositif de remises actuarielles d'intérêt d'aide aux démolitions (RIAD).

Plan logement 2 de la Banque des Territoires à compter de 2019

- 4 Md€ de prêts à taux fixe supplémentaires dont 2 Md€ de prêts pour le réaménagement de la dette des bailleurs, 1 Md€ pour soutenir la construction et 1 Md€ pour des travaux de réhabilitation.
- Élargissement de la palette d'intervention avec une enveloppe de 800 M€ dédiée à l'achat de titres participatifs émis par les bailleurs sur la période 2019-2022 (prioritairement des OPH), avec une rémunération favorable à l'émetteur.
- Augmentation de 1 Md€ du volume d'éco-prêts consa-

crés à la réhabilitation thermique (prêts au taux du livret A minoré de 75 pb sur quinze ans), l'enveloppe passant ainsi de 3 à 4 Md€.

- Remise commerciale exceptionnelle d'intérêt à hauteur de 150 M€ au total sur la période 2020-2022, afin de soutenir le compte d'exploitation des bailleurs.
- Allongement possible, de 60 à 80 ans, des prêts fonciers en zone tendue, à travers l'Octofoncier (enveloppe de prêts de 4 Md€ sur la période 2019-2022).

Plan d'investissement volontaire (PIV) d'Action Logement à compter de 2019 (principales mesures)

- Subventions à hauteur de 900 M€ au total versées sur la période 2020-2022 au FNAP, afin de contribuer à l'amélioration de l'équilibre d'exploitation des bailleurs sociaux.
- Soutien à la démolition et à la reconstruction partielle en zones détendues (B2 et C hors QPV et ANRU) via des subventions (250 M€ au total) et des prêts (250 M€).
- Enveloppe de 300 M€, afin de d'apporter des fonds propres et souscrire à des titres participatifs émis par les bailleurs sur la période 2019-2022.

Un taux du livret A de long terme à 1,7 % et des loyers progressant de 1,5 % à long terme comme l'IRL

Selon les hypothèses macroéconomiques retenues, le taux du livret A s'établirait à 1,7 % à long terme, du fait d'une inflation hors tabac à 1,5 % et de taux courts (Eonia) à 1,9 %. La stabilisation à ce niveau n'interviendrait qu'en 2028 (cf. encadré sur le taux du livret A). Les loyers progresseraient à long terme suivant l'Indice de Référence des Loyers (IRL), estimé à + 1,5 % par an.

Des charges d'exploitation contenues à moyen et long terme

Après la période de restructuration, le secteur contiendrait à partir de 2022 l'évolution de ses charges d'exploitation pour préserver ses ratios d'exploitation et sa capacité à investir : sur le périmètre du parc social existant en 2017, la progression des charges d'exploitation par logement s'établirait ainsi à 1,35 % par an, soit 0,15 pt en deçà de l'inflation hors tabac de long terme (1,5 % à partir de 2022).

Les ventes aux personnes physiques et aux sociétés de ventes Hlm pourraient quasiment doubler d'ici 2022 passant progressivement de 9 000 à 17 000 logements

Les ventes annuelles aux personnes physiques pourraient atteindre 12 000 logements d'ici 2022, soit une hausse de 50 % et 5 000 logements pourraient être vendus par an aux sociétés de ventes Hlm. La plus-value par logement, qui correspond au prix de vente déduit de la dette résiduelle, est estimée à environ 80 k€ en 2018. Elle progresse ensuite selon l'indice du coût de la construction.

Apports en fonds propres

Hormis les mesures du Plan logement 2 et du Plan d'Investissement Volontaire d'Action Logement, l'exercice prévisionnel ne prend pas en compte les augmentations de capital qui pourraient être apportées par les actionnaires des ESH, ou des fonds propres nouveaux qui pourraient être apportés par les collectivités locales à des OPH.

L'autofinancement connaîtrait de fortes variations au cours des vingt prochaines années du fait de l'évolution des taux d'intérêt et des mesures prises

La Réduction de Loyer de Solidarité (RLS) pèse à partir de 2018 et de manière permanente sur les revenus locatifs et sur l'autofinancement du secteur. L'autofinancement locatif s'élèverait ainsi à 6 % des revenus locatifs en 2018 contre 9 % en 2017, du fait de la première tranche de RLS (800 M€) et du gel des loyers. L'autofinancement locatif rapporté aux loyers progresserait significativement entre 2019 et 2022, avant de se stabiliser à un niveau favorable jusque 2027 (à 8 % en moyenne sur la période 2022-2027). Ce mouvement s'explique principalement par le contexte de taux d'intérêt bas sur la période mais également par les mesures d'accompagnement du secteur, permettant de compenser en partie la hausse de la RLS à 1,3 Md€ en 2020.

L'évolution des annuités financières serait très contenue

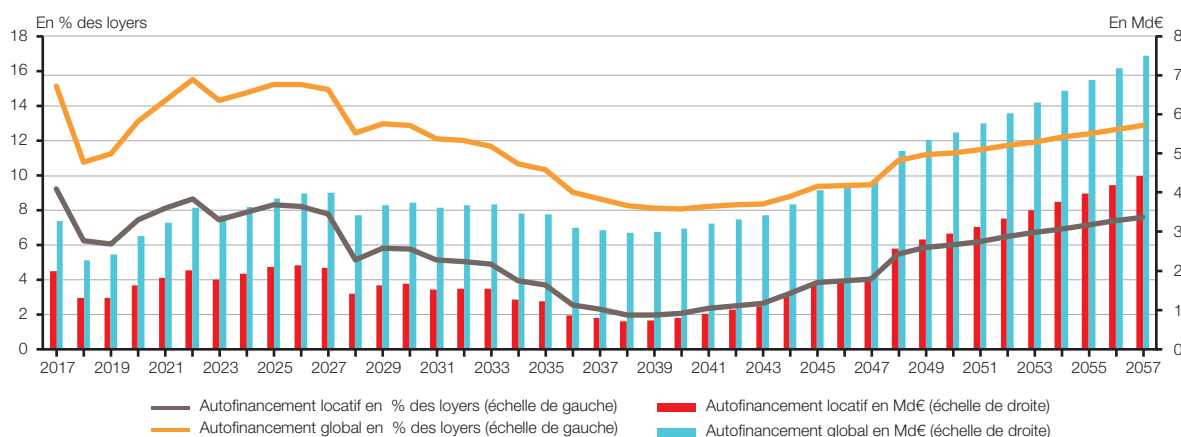
sur la période du fait du niveau du taux du livret A (au plancher de 0,5 % entre 2020 et 2022) et des mesures d'accompagnement (allongement massif de la dette dans le cadre du

Plan logement 1 de la Banque des Territoires et remises commerciales d'intérêts de 50 M€ par an entre 2020 et 2022 dans le cadre du Plan logement 2) – cf. graphique 14. La dynamique des résultats d'exploitation est également soutenue par la subvention d'Action Logement au FNAP de 300 M€ par an entre 2020 et 2022 dans le cadre du PIV, qui se substitue aux contributions des bailleurs.

L'autofinancement locatif se dégrade ensuite sur la période 2028-2038, du fait de l'évolution des annuités financières (cf. graphiques 13 et 14) et principalement de l'augmentation des taux d'intérêt. En effet, les taux

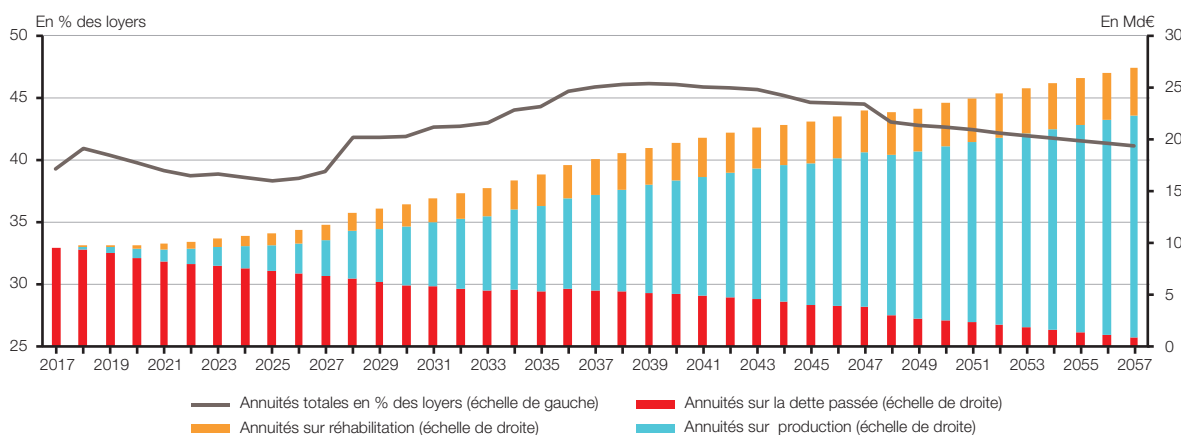
Un autofinancement global à 12 % des loyers en moyenne au cours des 20 prochaines années

Graphique 13 : Évolution des ratios d'autofinancement



Source : Banque des Territoires.

Graphique 14 : Évolution des annuités



Source : Banque des Territoires.

d'intérêt se stabiliseraient alors à leur niveau structurel avec un TLA de long terme à 1,7 %. De plus, la mesure d'allongement de dette, qui a réduit les annuités financières du secteur entre 2018 et le début des années 2030, pèse à l'inverse sur celles-ci au cours des années ultérieures. Dans le scénario retenu, les bailleurs commenceraient à partir de 2030 à racheter les titres participatifs émis entre 2020 et 2022, ce qui impacte les annuités financières mais dans une moindre mesure.

L'autofinancement locatif du secteur dans son ensemble atteindrait un point bas à 2 % des revenus locatifs dans vingt ans, au moment où les annuités financières rapportées aux loyers atteignent leur maximum (46 % contre 39 % aujourd'hui). Au cours des vingt prochaines années, l'autofinancement locatif s'établirait en moyenne à 6 % des revenus locatifs. Il progresse de nouveau après 2040 du fait d'une charge de la dette amoindrie (cf. graphique 13).

L'autofinancement global suit les évolutions de l'autofinancement locatif. Il est toutefois plus dynamique que ce dernier au cours des prochaines années, car il est soutenu par les marges de cessions de logements, qui progressent de 2,5 points de loyers entre 2018 et 2022, en lien avec le doublement des ventes annuelles de logements sociaux sur la période. L'autofinancement global retrouverait ainsi en 2022 le niveau de 2017 (15 % des revenus locatifs) avant de diminuer pour atteindre un point bas à 8 % des revenus locatifs dans vingt ans. À noter toutefois que, si les ventes soutiennent l'autofinancement global à court terme, elles constituent ensuite des pertes définitives de revenus locatifs provenant de logements partiellement ou totalement amortis. C'est en particulier le cas s'agissant de la vente des logements les plus attractifs du parc social.

L'analyse de la structure financière montre que le secteur serait globalement en mesure de maintenir la production de logements sociaux

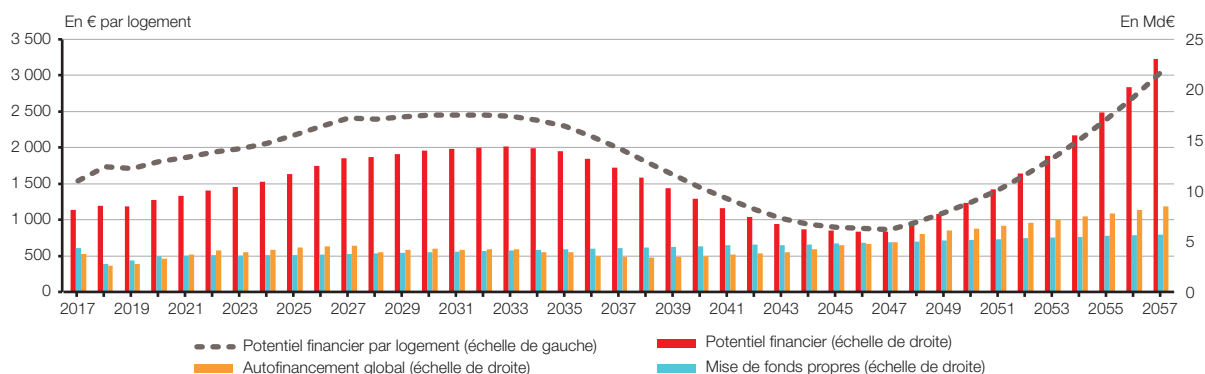
Le potentiel financier correspond aux ressources disponibles et mobilisables pour les futures opérations d'investissement. Il évolue principalement en fonction du niveau de l'autofinancement global (impact positif) et des fonds propres investis dans les opérations (impact négatif). Nous faisons dans cette étude l'hypothèse d'une production de logements sociaux stable sur toute la période de prévision (100 000 constructions et 100 000 réhabilitations par an à partir de 2023), si bien que les investissements des bailleurs croîtraient de manière continue en valeur.

Pendant les quinze prochaines années, le potentiel financier serait supérieur au niveau actuel (en euros courants). Il déclinerait ensuite jusque 2046 avant de progresser de nouveau (cf. graphique 15). Il progresse en particulier en début de période soutenu par le prêt de haut de bilan et par les titres participatifs émis par les bailleurs et souscrits par la Caisse des Dépôts et Action Logement d'ici 2022. Si les mises de fonds propres dans les opérations sont conséquentes, elles sont inférieures au niveau de l'autofinancement global pendant les quinze prochaines années. Le potentiel financier progresse donc fortement, en euros courants, jusque 2033.

À partir de 2034, l'autofinancement diminue en valeur pour atteindre un point bas en 2040 (cf. partie précédente) ; il devient inférieur aux investissements en fonds propres jusque 2047. Par conséquent, le potentiel financier diminuerait nettement sur la période. Dans un troisième temps, le potentiel financier se redresse, en lien avec la reprise de l'autofinancement (cf. partie précédente).

L'analyse de la structure financière montre que, dans le scénario économique retenu, **le secteur serait globalement**

Graphique 15 : Évolution du potentiel financier



Source : Banque des Territoires, euros courants.

Zoom sur la nouvelle formule du taux du livret A et le scénario économique de long terme

La nouvelle formule du taux du Livret A

En juin 2018, la formule du taux du livret A (TLA) a été modifiée par arrêté du ministère de l'Économie et des Finances. Celle-ci s'appliquera à partir de février 2020, à l'issue de la période de gel actuel à 0,75 %.

Gel du taux du livret A (entre août 2015 et janvier 2020)

Par décision gouvernementale, le taux du livret A a été gelé à 0,75 % entre août 2015 et janvier 2020.

Nouvelle formule (à partir de février 2020)

Par arrêté du ministère de l'Économie et des Finances du 14 juin 2018, la formule du livret A est modifiée. Le taux devient la moyenne simple de l'inflation hors tabac et du taux Eonia, avec un plancher à 0,5 %. Le calcul est réalisé à partir de la moyenne des données sur les 6 derniers mois et arrondi à 10 pb le plus proche.

$$\text{TLA} = \max \left[\left(\frac{1}{2} \text{Inflation} + \frac{1}{2} \text{Eonia} \right) ; 50 \text{ pb} \right]$$

Cette formule présente l'avantage d'être plus simple que la précédente. De plus, pendant la période transitoire de remontée des taux courts, la variation du taux du livret A entre deux fixations successives sera limitée à 50 pb contre 150 pb en règle générale. Cette formule est plus favorable que la précédente pour les bailleurs sociaux en termes de financement, puisque le taux du livret A est inférieur suivant cette nouvelle formule, lorsque les taux courts sont très inférieurs à l'inflation (ce qui devrait perdurer quelques années).

Le taux Eonia sera à terme remplacé par le taux Ester, calculé par la BCE et publié à partir d'octobre 2019.

Le taux du livret A à long terme

Selon les hypothèses macroéconomiques retenues, le taux du livret A prévu pour le long terme s'élève à 1,70 % contre 2,10 % dans le scénario précédent, soit une forte diminution.

Ce taux est basé sur une approche structurelle où l'économie est à l'équilibre. La baisse s'explique par la révision des hypothèses financières à long terme. En particulier, il est prévu une remontée des taux directeurs de la BCE plus tardive (à partir de 2022) et moins importante (- 25 pb à long terme) qu'anticipé l'année dernière. Cela s'explique par une modification considérée comme structurelle de la politique monétaire des banques centrales (Réserve Fédérale et BCE), qui resterait accommodante, par rapport aux fondamentaux économiques également à long terme. De plus, du fait des mesures non conventionnelles prises par la BCE depuis la crise financière, un excédent de liquidité persisterait à long terme en zone Euro, si bien que le taux Eonia et le futur taux Ester ne seraient plus corrélés au taux de refinancement de la BCE, mais au taux de rémunération des dépôts (taux directeur plancher s'établissant 40 pb sous le taux de refinancement). Le taux Eonia s'établirait ainsi à 1,9 % à long terme contre une prévision à 2,6 % l'année dernière. Par ailleurs, l'inflation hors tabac de long terme en France est revue très légèrement à la baisse à 1,5 %.

Toutes choses égales par ailleurs, les nouvelles hypothèses économiques retenues ont un impact positif important sur l'équilibre à 40 ans des opérations locatives sociales (cf. partie 3.2 sur les sensibilités des résultats aux taux courts et à l'inflation).

en mesure d'assurer à long terme une stabilisation de la production et de la rénovation de logements sociaux.

Cette analyse du secteur dans sa globalité ne reflète pas l'hétérogénéité des situations financières des différents bailleurs.

En lien avec la dynamique d'investissements, l'encours de dette financière continuerait de progresser, comme au cours de la période 2012-2017 (cf. partie rétrospective). Il s'établirait à un peu moins de 300 Md€ en euros courants dans vingt ans contre 160 Md€ aujourd'hui. L'encours de dette financière atteindrait ainsi 16 fois l'excédent brut

d'exploitation dans vingt ans contre 13 fois aujourd'hui. Ce ratio de levier (encours de dette financière/EBE) indique le nombre d'années nécessaire pour que le secteur rembourse intégralement sa dette sur la base de son excédent d'exploitation. Il progresserait au cours des prochaines années pour atteindre 16 en 2026, du fait principalement de l'impact négatif de la RLS sur l'EBE, avant de se stabiliser à ce niveau. Ce résultat est cohérent avec l'analyse réalisée par l'agence de notation Fitch Ratings qui prévoit une augmentation du ratio de levier (définie par l'agence de notation comme l'encours de dette financière/EBITDA) de 12 fois en 2016 à 15 fois d'ici cinq ans¹⁵.

15. Cf. « Les bailleurs sociaux en France », Fitch Ratings, juillet 2019. Analyse réalisée sur le champ des OPH et ESH.

3-2 Sensibilité des résultats aux hypothèses

La situation financière et la capacité d'investissement du secteur à long terme sont bien sûr très sensibles aux hypothèses économiques et sectorielles retenues.

Les résultats financiers sont en particulier sensibles au scénario économique (inflation) et à la politique monétaire, les taux courts intervenant dans la formule du taux du livret A. Selon une modélisation réalisée, **la sensibilité globale des résultats des bailleurs sociaux à l'inflation est positive** : une augmentation de 1 pb de l'inflation sur longue période, à taux d'intérêt inchangé, impliquerait une augmentation de l'autofinancement global (MAG) des bailleurs de 3,5 pb de revenus locatifs dans vingt ans. À l'inverse **la sensibilité des résultats financiers des bailleurs sociaux aux taux courts est globalement négative** : une augmentation de 1 pb des taux courts (Eonia) sur longue période, à inflation inchangée, implique une diminution de l'autofinancement global (MAG) des bailleurs de 3,2 pb de revenus locatifs dans vingt ans¹⁶. L'écart entre inflation et taux courts est ainsi une variable déterminante pour les résultats financiers des bailleurs sociaux.

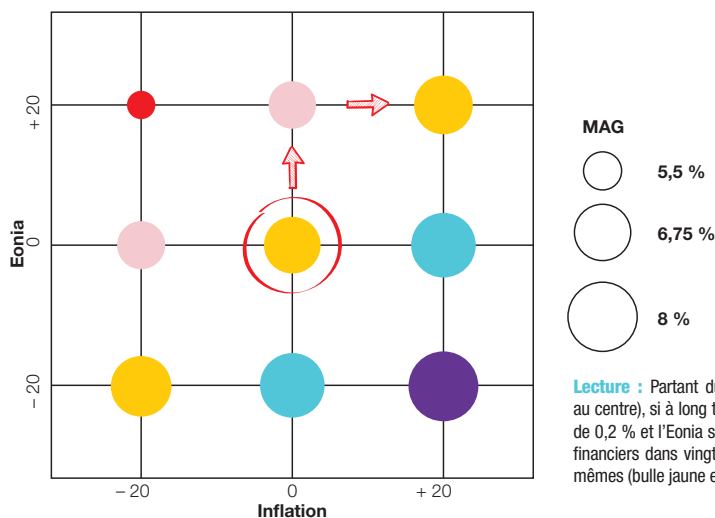
La comparaison des résultats de la présente étude *Perspectives 2019* par rapport à ceux de l'année dernière illustre cette sensibilité. Les taux courts de long terme sont revus cette année fortement à la baisse du fait d'une modification structurelle de la politique monétaire (cf. zoom sur le taux du livret A), 70 pbs plus bas que ce qui était anticipé l'année dernière, tandis que l'hypothèse d'inflation est très peu modifiée (- 10 pbs). Ainsi l'écart entre taux courts et inflation est revu à la baisse de 60 pbs dans le scénario de cette année, ce qui soutient fortement les capacités d'investissement du secteur, toutes choses égales par ailleurs.

La situation financière et la capacité d'investissement du secteur à long terme dépendent également d'autres variables-clé. Elles seraient par exemple affectées négativement si les loyers ne suivaient pas l'IRL (en cas de gel des loyers), si le taux d'impayés augmentait ou si l'évolution des charges d'exploitation était plus dynamique qu'anticipé dans cette publication.

En bref

Grâce à l'évolution des taux d'intérêt (taux du livret A anticipé au plancher de 0,5 % entre 2020 et 2022) et aux plans d'accompagnement suite à la RLS et l'augmentation de TVA, le secteur pourrait être en mesure de tenir les engagements pris dans le cadre du pacte constructif en termes de construction de logements sociaux (110 000 agréments par an entre 2020 et 2022) et de rénovations (125 000 par an). Selon le scénario économique et sectoriel retenu, les bailleurs disposeraient ensuite globalement de la capacité financière suffisante pour maintenir à long terme la construction à 100 000 logements par an et la réhabilitation à 100 000 logements par an, en particulier grâce au niveau du taux du livret A de long terme (1,7 %). Cette analyse du secteur dans sa globalité ne reflète pas l'hétérogénéité des situations financières des différents bailleurs. De plus, elle est très sensible aux hypothèses retenues. À titre d'exemple, si les loyers sociaux ne suivaient pas l'IRL suite à des gels de loyers, les bailleurs ne pourraient pas être en mesure de maintenir ce niveau de production et de réhabilitation de logements.

Graphique 16 : Sensibilités des résultats financiers (MAG) du secteur du logement social à l'inflation et aux taux courts.



Source : Banque des Territoires. Ratios dans vingt ans.

16. Cf. *Éclairages* n°21, « Les vertus du financement grâce à l'épargne réglementée pour le logement social », Banque des Territoires, août 2019. Étude de sensibilité réalisée sur la base de l'étude *Perspectives 2018*.

ANNEXES

ANNEXES

Annexe 1 : Hypothèses du scénario économique

Principaux ratios et indices sectoriels

Tableau 2 : Hypothèses d'évolution des principales variables économiques, financières et sectorielles

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028-2057
Inflation hors tabac	1,6 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Eonia	- 0,4 %	- 0,6 %	- 0,6 %	- 0,4 %	- 0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,8 %	1,3 %	1,8 %	1,9 %
Taux du livret A	0,75 %	0,75 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %
Taux d'augmentation des loyers*	0,0 %	1,3 %	1,5 %	1,2 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Taux d'augmentation des frais de personnel**	1,6 %	1,1 %	1,2 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %
Taux d'augmentation des charges de fonctionnement**	1,6 %	1,1 %	1,2 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %
Taux d'augmentation des dépenses d'entretien courant**	1,6 %	1,1 %	1,2 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %
Taux d'augmentation des dépenses de gros entretien**	1,6 %	1,1 %	1,2 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %	1,35 %
Taux d'augmentation de la TFPB**	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Taux d'augmentation des prix de revient des opérations	2,3 %	1,9 %	0,8 %	1,0 %	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Taux d'impayés sur les loyers	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %

Source : Banque des Territoires - Hypothèses arrêtées au 31 juillet 2019.

* Hors effet de la RLS ** Sur le périmètre du parc social existant à fin 2017.

Production, réhabilitation, vente et démolition de logements

Tableau 3 : Volume de production, réhabilitation, vente et démolition de logements sociaux

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Moyenne 2028-2057
Nombre de logements construits	81 660	91 701	104 595	104 595	104 595	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
<i>dont logements familiaux</i>	72 288	82 329	97 695	97 695	97 695	94 000	94 000	94 000	94 000	94 000	94 000
<i>dont logements-foyers</i>	9 372	9 372	6 900	6 900	6 900	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
Nombre de logements réhabilités	85 000	100 000	125 000	125 000	125 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Nombre de logements vendus	9 000	11 000	13 000	15 000	17 000	17 000	17 000	17 000	17 000	17 000	17 000
Nombre de logements démolis	10 800	14 000	12 000	12 000	12 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	8 000

Source : Banque des Territoires. Constructions comptabilisées en nombre de logements financés dans l'année.

Tableau 4 : Prix de revient et plan de financement moyens constatés en 2018 pour les opérations de production de logements sociaux familiaux (moyenne PLUS, PLAI et PLS)

Plan de financement	Montant k€	Quotité
Prix de revient TTC	146	100 %
Prêt Caisse des Dépôts	104	71 %
<i>dont prêt foncier</i>	23	16 %
Autres prêts (Action Logement, banques)	10	7 %
Fonds propres	20	13 %
Subventions	13	9 %
Superficie moyenne d'un logement	64 m ²	
Loyer de mise en service (intégrant les annexes)	6,47 / m ² / mois	

Source : Banque des Territoires.

N.B. : en prévision, les plans de financements sont similaires à celui de 2018 en termes de répartition entre prêts, fonds propres et subventions mais intègrent le déploiement de l'offre des Plans logement 1 et 2 (PHB 2.0 et prêts à taux fixe), en substitution des autres prêts de la Banque des Territoires.

Tableau 5 : Prix de revient et plan de financement moyens constatés en 2018 pour les opérations de production de logements-foyers

Plan de financement	Montant k€	Quotité
Prix de revient TTC	101	100 %
Prêt Caisse des Dépôts	70	69 %
<i>dont prêt foncier</i>	11	11 %
Autres prêts (Action Logement, banques)	8	8 %
Fonds propres	8	8 %
Subventions	15	14 %
Superficie moyenne d'un logement	35 m ²	

Source : Banque des Territoires.

N.B. : en prévision, le plan de financement resterait le même qu'en 2018.

Tableau 6 : Prix de revient et plans de financement moyens estimés en 2018 des opérations de réhabilitation

Plan de financement	Réhabilitation classique		Rénovation thermique	
	Montant k€	Quotité	Montant k€	Quotité
Prix de revient	28	100	38	100
Éco-prêt	–	–	10	27
PAM	15	54	12	32
PAM taux fixe	1	2	2	5
Prêt autres (Action Logement, banques)	5	17	3	9
Fonds propres	4	15	6	16
Subventions	3	12	4	11

Source : Banque des Territoires.

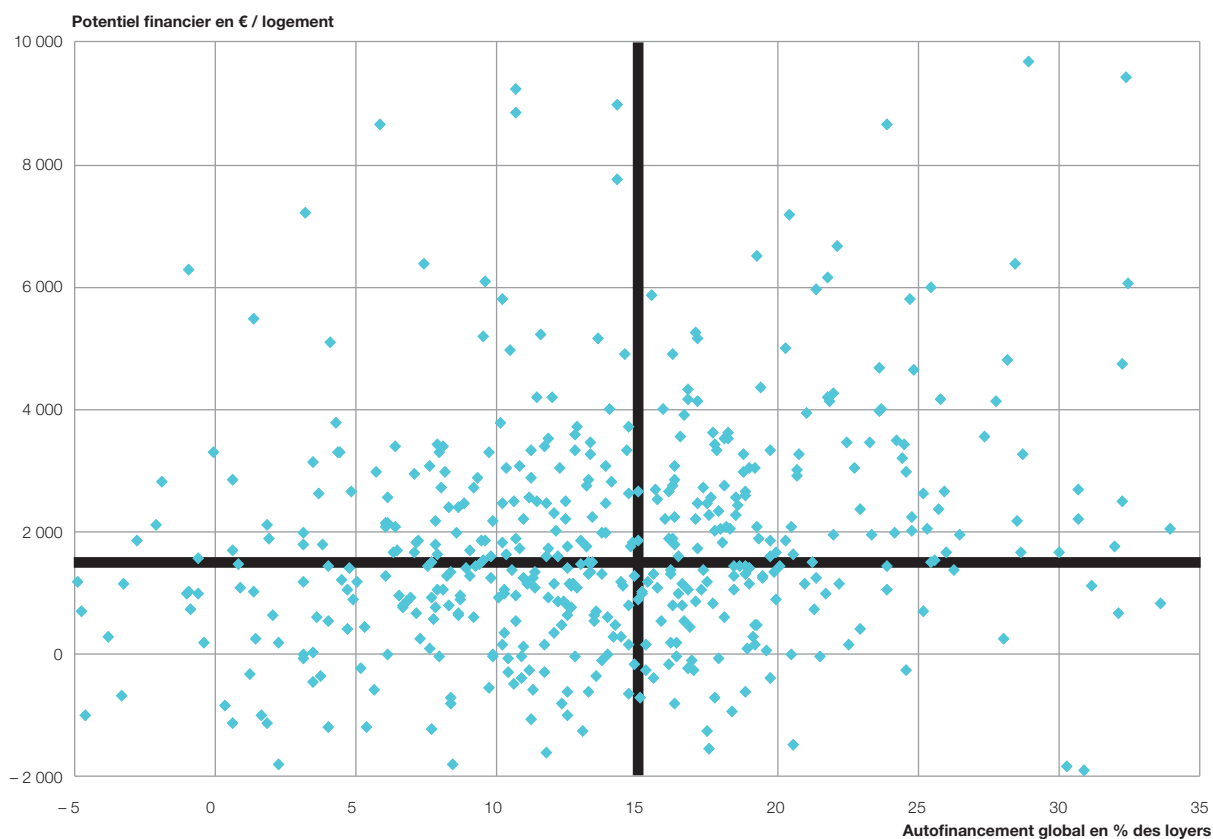
N.B. : en prévision, les plans de financements sont similaires à ceux de 2018 en termes de répartition entre prêts, fonds propres et subventions mais intègrent le déploiement de l'offre des Plans logement 1 et 2 (PHB 2.0 et prêts à taux fixe), en substitution des autres prêts de la Banque des Territoires.

ANNEXES

Annexe 2 : Disparité des situations financières

L'agrégation des comptes peut masquer des situations très contrastées entre organismes. Elle ne prend en compte ni les disparités socio-économiques des territoires, ni la diversité des situations financières de chaque organisme (graphique 17). Les résultats de cette étude ne peuvent ainsi pas s'appliquer au cas particulier d'un organisme de logement social.

Graphique 17 : Disparités de la situation financière des organismes du secteur (données 2017 – Périmètre ESH, OPH, Coop'Hlm et SEM – entités juridiques)



Source : Banque des Territoires.

Annexe 3 : Glossaire

Aide personnalisée au logement (APL)

Créée par la loi du 3 janvier 1977, l'APL s'applique sous conditions de ressources aux ménages propriétaires ou locataires de logements conventionnés.

Annuités

Pour un bailleur social, les annuités représentent la somme des remboursements en capital et des intérêts des emprunts locatifs contractés dans le cadre du développement et de la réhabilitation de son parc.

Éco-prêt logement social

L'Éco-prêt a été mis en place en 2009 par la Caisse des Dépôts à la suite du Grenelle de l'Environnement pour financer la rénovation énergétique des logements sociaux les plus énergivores. Ce prêt est distribué à un taux très inférieur à celui du livret A. Le Grand Plan d'Investissement y consacrait initialement une enveloppe de 3 milliards d'euros sur 5 ans. L'enveloppe dédiée au financement de l'Éco-prêt est désormais abondée d'un milliard supplémentaire pour atteindre 4 milliards d'euros sur la période 2019-2022.

Entreprise sociale pour l'habitat (ESH)

Société anonyme à but non lucratif soumise à la loi sur les sociétés commerciales. Depuis l'ordonnance n°2015-899 du 23 juillet 2015 relative aux marchés publics et qui transpose les directives communautaires adoptées en 2014, les ESH sont soumises au code des marchés publics.

Indice de référence des loyers (IRL) et révision de loyers autorisée en cours de bail

L'indice trimestriel de référence des loyers correspond à la moyenne, sur les douze derniers mois, de l'indice des prix à la consommation (IPC) hors tabac et hors loyers. Cet indice est calculé sur une référence 100 au quatrième trimestre de 1998. L'IRL concerne les loyers des locaux à usage d'habitation principale régis par la loi du 6 juillet 1989 et les locaux meublés soumis à l'article L.632-1 du code de la construction et de l'habitation (CCH). Depuis le 1^{er} janvier 2006, il se substitue à l'indice du coût de la construction (ICC) pour la révision des loyers.

Entre 2011 et 2016, l'augmentation des loyers des logements du parc social est plafonnée à celle de l'IRL du 3^e trimestre. Auparavant, l'alignement des hausses de loyers sur l'IRL n'était qu'une simple recommandation gouvernementale. La loi Égalité et Citoyenneté du 27 janvier 2017 fixe l'évolution des loyers plafonds dans la limite de la variation de l'IRL du deuxième trimestre. Une dérogation à ce principe peut cependant être autorisée pour une durée limitée, dans le cadre d'un plan de redressement approuvé par la CGLLS, ou pour une partie du patrimoine ayant fait l'objet d'une réhabilitation, auxquels cas, la majoration est plafonnée par année à 5 % des loyers, au-delà de l'IRL. La loi de finances pour 2018 incluait, à titre exceptionnel, le gel des règles applicables en matière de révision des loyers et redevances pour l'année 2018. Les loyers et redevances maximaux et pratiqués des conventions et baux en cours sont demeurés en 2018, identiques à ceux de 2017. En 2019, l'augmentation des loyers des logements du parc social est plafonnée à l'IRL du 2^e trimestre 2018, soit + 1,25 %.

Les loyers plafonds varient selon le type de financement d'origine des logements (PLAI, PLUS ou PLS) et la zone géographique.

Maintenance

La maintenance comprend à la fois l'entretien courant du parc, dont le but est de maintenir le patrimoine existant en l'état (maintenance des différents réseaux électriques, ascenseurs, chauffage, plomberie, ventilation...) et les dépenses nettes de gros entretien qui permettent de pallier l'usure due au temps.

Marge exceptionnelle

La marge exceptionnelle est égale au solde entre les produits exceptionnels (essentiellement le prix de cession des actifs immobilisés et les titres financiers) et les charges exceptionnelles (qui correspondent pour grande partie à la valeur nette comptable de ces actifs cédés). Cette marge comptable peut être différente de la plus-value réelle dégagée par l'organisme qui correspond à la différence entre le prix de cession de ce bien et le capital restant dû associé à ce bien.

ANNEXES

Office public de l'habitat (OPH)

Établissement public local, à caractère industriel et commercial, créé par une collectivité locale (commune, regroupement de communes ou département) et soumis au code des marchés publics.

Potentiel financier

Le potentiel financier représente, à un instant t , la partie stable des ressources de l'opérateur, sa marge de sécurité financière. Il est en effet constitué des ressources financières de long terme qui restent disponibles une fois que l'opérateur a fait face au financement dédié à son patrimoine locatif.

Prêt locatif aidé d'insertion (PLAI)

Prêt pour la construction et l'acquisition de logements destinés à des ménages défavorisés (loyers et plafonds de ressources plus bas que ceux du PLUS).

Prêt locatif social (PLS)

Prêt pour la construction et l'acquisition de logements conventionnés à caractère intermédiaire (plafonds supérieurs à ceux du parc financé en PLUS).

Prêt locatif à usage social (PLUS)

Prêt pour la construction et l'acquisition de logements locatifs sociaux.

Société d'économie mixte (SEM)

Société anonyme dont une partie du capital est majoritairement détenue par l'État ou par des collectivités territoriales. Une SEM peut assurer l'aménagement, la construction ou l'exploitation des services publics à caractère industriel ou commercial, ou toute autre activité d'intérêt général. Comme les ESH, les SEM sont soumises au code des marchés publics depuis l'ordonnance n°2015-899 du 23 juillet 2015 relative aux marchés publics.

Taxe foncière sur la propriété bâtie (TFPB)

Impôt local s'appliquant à la propriété bâtie et acquitté par le propriétaire. Le locatif social bénéficie d'une exonération de 15 à 30 ans. Outre ces exonérations, la TFPB fait l'objet de différents dispositifs d'abattements et de dégrèvements.

La loi de finances pour 2015 a étendu l'abattement de 30 % sur la base d'imposition à la TFPB dont bénéficiaient les bailleurs et les SEM pour leur patrimoine situé en zones urbaines sensibles aux 1 500 quartiers prioritaires de la politique de la ville (QPV) en contrepartie de la mise en œuvre d'actions contribuant à améliorer la qualité de services aux locataires.

Il est aussi possible de bénéficier de dégrèvements de TFPB dans le cadre de travaux d'amélioration de la performance énergétique et de travaux d'accessibilité et d'adaptation des logements aux personnes en situation de handicap.

Vacance

Les causes de la vacance d'un logement peuvent être commerciales (surcapacité ou inadéquation de l'offre de logements par rapport à la demande) ou techniques (liées à l'engagement d'opérations de réhabilitation, de démolition et de vente).

Achevé de rédiger en septembre 2019

Avertissement : cette publication a été réalisée à titre indépendant par le service des études de la direction des prêts de la Banque des Territoires. La Caisse des Dépôts n'est en aucun cas responsable de la teneur des informations contenues dans cette publication.

Caisse des Dépôts – Banque des Territoires

72, avenue Pierre Mendès-France - 75914 Paris Cedex 13

Directeur de la publication : Marianne Laurent, directrice des prêts de la Banque des Territoires.

Responsable de la rédaction : Guillaume Gilquin, responsable du service des études.

Auteurs : Nadia Bensaci, Marion Casin et Guillaume Gilquin.

banquedesterritoires.fr



@BanqueDesTerr