

LE COMPORTEMENT DES INSTITUTIONNELS EN MATIÈRE D'IMMOBILIER ET DE LOGEMENT

QUELQUES RÉFLEXIONS AUTOUR DU COMPORTEMENT DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

BRUNO LEFEBVRE* ET FLORENCE LEGROS**

Dans les années 1980, les circuits traditionnels de financement du logement, livret A des Caisses d'Épargne, trésorerie de l'épargne logement et collecte au titre du 1% patronal, ont connu de grandes difficultés. Certains ont alors pensé qu'il était possible de recourir à l'épargne collectée par les institutionnels, entreprises d'assurance et fonds de pension, pour fournir au secteur du logement les ressources financières dont il avait besoin, cela dans le contexte d'un retrait de la puissance publique, à l'image de ce que l'on pouvait observer dans certains pays de la CEE¹. L'idée d'ailleurs n'était pas nouvelle en France. La création du marché hypothécaire en 1966, la réforme dont il a été l'objet en 1985 et la mise en place de la titrisation en 1988 répondait pour partie à cet objectif.

49

De même, certains ont pu penser à des investissements directs de ces institutionnels en faveur du logement, y compris du logement social, à l'exemple du comportement exceptionnel de quelques fonds de pension américains qui procèdent à des placements dits «alternatifs» en logement social.

Les directives européennes relatives aux placements des entreprises d'assurance et des fonds de pension interdisent toute législation ou réglementation nationale imposant à ceux-ci la détention d'actifs dans certaines quantités pour des raisons autres que prudentielles. Dans ce contexte, les institutionnels peuvent-ils être enclins à développer à l'avenir leurs investissements directs ou indirects en logement ?

* CEREVE et université Paris-X

** CEREVE-université Paris-X et Caisse des dépôts et consignations

¹ Ainsi par exemple, aux Pays Bas, le financement du logement était assuré à la fin des années 1980 à 22% par les compagnies d'assurance et les fonds de pension (source L. Ghèkiere, p 259).

En supposant que les entreprises d'assurance et les fonds de pension accroissent leurs investissements directs en logement, cela ne serait-il pas sans conséquence dommageable pour le fonctionnement des marchés du logement compte tenu des règles prudentielles qui leur sont imposées par la nature de leur activité ? Le problème se pose de façon plus générale à propos de tous leurs placements immobiliers en raison des interdépendances qui existent entre les différents marchés immobiliers

Répondre à ces questions implique d'analyser leur comportement de placement en nous focalisant sur l'immobilier et au sein de celui-ci sur le logement. Cependant, faute d'informations statistiques suffisantes, nous mènerons ce travail sur les seules entreprises d'assurance.

I- Choix de portefeuille des entreprises d'assurance

La théorie économique nous offre un instrument approprié pour l'étude des placements des agents économiques : le modèle de choix de portefeuille. C'est à partir de celui-ci que nous allons mener notre analyse.

a-Le modèle «standard» de choix de portefeuille

Le modèle «standard» de choix de portefeuille est tiré de la théorie initiée par Markowitz (1952). Ce modèle part de l'hypothèse selon laquelle l'agent investisseur a de l'aversion pour le risque. Dès lors, sa rationalité le pousse à maximiser son rendement tout en allouant son portefeuille de sorte d'encourir un risque minimal, le risque étant mesuré par la variance du rendement.

L'une des écritures les plus traditionnelles de la fonction d'utilité de l'agent investisseur est la suivante :

$$/1/ \quad U(W_t) = b - c^{-pW_t}$$

où p est le coefficient d'aversion absolue au risque², positif, constant et indépendant de W_t qui est la richesse de l'agent investisseur en t et où b et c sont des paramètres positifs ou nuls.

Soit α_i la part en t de l'actif i dans le portefeuille W_t , m_t le vecteur des moyennes des rendements aléatoires des actifs, Σ leur matrice de variance-covariance et Ω la matrice diagonale des coûts d'ajustement. La solution du problème de maximisation de l'investisseur³ s'écrit sous forme matricielle, dans le cas où le n ième actif est non risqué, comme suit :

² En fait, toute fonction d'utilité croissante et concave indique un comportement d'aversion au risque. La fonction d'utilité exponentielle négative est l'une des formulations les plus usuelles. Voir sur ce point Eeckhoudt-Gollier /1992/.

³ Pour la résolution complète, se reporter au travail de Bleuze et Rousseau /1989/.

$$/2/ \alpha_t = A \frac{\bar{m}_t}{W_t} + Z + H \frac{\alpha_{t-1}}{1 + \delta_t}$$

avec $W_t = (1 + \delta_t) W_{t-1}$; δ_t étant le taux de croissance de la richesse de l'agent. Et avec :

$$A = \mu (Z^* - ZZ')$$

$$Z = \mu^{-1} \cdot Q^{-1} \cdot I$$

$$H = A \cdot \Omega$$

$$Q = \rho \cdot \Sigma + \Omega$$

$$\mu = 1' \cdot Q^{-1} > 0$$

Z^* étant la matrice formée des éléments diagonaux de Z .

La part optimale d'un actif dans le portefeuille s'exprime donc comme une fonction des rendements de l'ensemble des actifs de leur variance et des coûts d'ajustement.

b- L'application de ce modèle : l'allocation immobilière optimale des entreprises d'assurance.

Jusqu'à une période récente, Les modèles de choix de portefeuille furent appliqués essentiellement à l'étude des marchés financiers, et en particulier à l'étude des comportements d'investissement des institutionnels en actifs financiers, qui, de par les ressources dont ils disposent dominent ces marchés.

Dans la plupart des pays développés, l'immobilier a connu au cours des années 1980 un boom sans précédent depuis plusieurs décennies, auquel les institutionnels ne sont pas étrangers. Dans le même temps, s'est développée, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni une approche des marchés immobiliers comparable à celle que nous connaissons pour les marchés financiers ; développement d'un marché de la gestion de portefeuilles immobiliers, création d'indices de performances...

Inspirés sans aucun doute par ces événements, de nombreux auteurs ont alors cherché à intégrer l'immobilier dans l'analyse des comportements d'investissement des institutionnels dans les termes définis par les modèles de choix de portefeuille. Les résultats auxquels ils parviennent sont très contrastés selon les pays sur lesquels ces études portent.

Sur le Royaume-Uni, Fraser /1985/ montre que l'immobilier est significativement moins risqué que les actions ordinaires et que les emprunts d'Etat et qu'il permet de réduire le risque du portefeuille dans lequel il entre en raison de la faible corrélation de son rendement avec le rendement de ces mêmes actifs. Les travaux de Debenham, Tewson et Chinnocks /1986/ et /1988/ confirment ces résultats. Sur la période 1978-1985 ils évaluent le rendement moyen de l'immobilier à 13.19 et la variance

de ce rendement à 6.07 tandis que le rendement moyen des emprunts d'Etat est de 13.68 avec une variance de 15.82. De la même façon, ils montrent que le rendement de l'immobilier est corrélé négativement avec le rendement des actions ordinaires et des emprunts d'Etat. Cela permet de comprendre le fait qu'il trouve une part optimale de l'immobilier dans le portefeuille des institutionnels égale à 25% après avoir d'ailleurs posé une contrainte selon laquelle l'immobilier ne pouvait excéder plus de 25% de ce portefeuille. La contrainte est donc saturée. Webb, Curcio et Rubens / 1988/ qui ne pose aucune contrainte trouvent une part optimale de l'immobilier égale à environ deux tiers. En revanche l'étude de Cormier et Suret /1989/ sur les compagnies d'assurance canadiennes sur la période 1963-1987 aboutit à des résultats totalement opposés : le taux de rendement moyen de l'immobilier s'élève à 20.91 et son écart-type à 48,51, soit un rapport rendement risque égal à 0.43 contre 0.75 pour les actions domestiques et 1.26 pour les actions étrangères⁴. Si le rendement de l'immobilier est bien corrélé négativement avec les obligations et les créances hypothécaires, il est corrélé positivement avec celui des actions. Dans les portefeuilles efficients calculés pour la période 1984-1988, la part optimale de l'immobilier n'excède jamais 4.95%, le rendement cible du portefeuille s'élevant alors à 14% pour un écart-type de celui-ci égal à 10,88. Toutefois ces résultats semblent peu convaincants. En effet, faute d'information sur l'immobilier lui même, Cormier et Suret utilisent le rendement observé des actions de sociétés immobilières, ce qui peut expliquer la corrélation positive qu'ils trouvent entre le rendement de l'immobilier et le rendement des actions. Cela doit en outre se traduire par une surévaluation de la volatilité du rendement de l'immobilier, et donc une surévaluation du risque qui lui est associé.

52

Cependant, les travaux réalisés sur le Royaume-Uni ou les Etats-Unis ne sont pas non plus exempts de toute critique. En effet, si l'information statistique dont on dispose sur le rendement des actifs financiers couvre une très longue période, avec une périodicité qui est très grande (quotidienne généralement), il n'en est pas de même de l'immobilier, y compris dans ces pays. L'information est au mieux mensuelle, mais plus généralement trimestrielle ou annuelle. Dans le premier cas, il s'agit d'une information récente recueillie à partir des années 1980 ; dans les deux autres cas, l'information ne remonte pas au delà de 1970. Par ailleurs, ces informations sont des évaluations, compte tenu des spécificités des marchés immobiliers, et non des observations comme dans le cas des actifs financiers cotés. Ces informations peuvent donc être entachées d'erreurs.

⁴ Il s'agit essentiellement d'actions américaines.

c- Le démenti des faits

L'étude de la composition des portefeuilles des compagnies d'assurance montre que l'immobilier est loin d'occuper la part qui lui est donnée dans les portefeuilles optimaux établis par Debenham, Tewson et Chinnocks /1988/ ou Curcio, Rubens et Webb /1988/. En particulier, au Royaume-Uni, l'immobilier ne représente que 16.34% du portefeuille des assurances vie et 12.28% du portefeuille des autres assurances.

La comparaison de l'allocation des portefeuilles des compagnies d'assurance dans les principaux pays développés, peut nous permettre, peut être d'expliquer le démenti des faits apporté aux calculs des théoriciens.

Tableau I
 PORTEFEUILLES DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN 1990
 Composition (%)

1 - Vie

	Obligations	Actions	Prêts hypothécaires	Immobilier
Allemagne	13,58	3,77	15,15	6,00
Canada	40,02	9,07	40,01	5,65
Espagne*	53,26	11,5	4,04	6,83
Etats-Unis	58,32	5,14	22,42	2,67
France	58,78	18,67	0,0	10,83
Italie	67,94	12,13	5,96	11,34
Pays-Bas	12,22	8,92	19,34	8,54
Roy.-Uni	21,60	56,48	22,42	16,34

53

2 - Non-vie

	Obligations	Actions	Prêts hypothécaires	Immobilier
Allemagne	20,08	9,97	3,36	7,81
Canada	71,54	14,95	11,64	1,06
Espagne*	45,46	15,79	1,77	26,45
Etats-Unis	71,47	18,72	1,42	1,59
France	39,10	31,51	0,0	15,16
Italie	52,33	21,76	2,75	17,09
Pays-Bas	38,24	11,54	4,02	4,59
Roy.-Uni	40,82	37,4	4,87	12,28

(*) : Espagne : chiffres 1989

Dans le modèle de choix de portefeuille, ce qui est pris en considération, c'est le rendement et le risque des différents actifs. Cependant d'autres facteurs peuvent intervenir. Dans les différents pays, les règles d'évaluation des réserves ne sont pas les mêmes. Ainsi, par exemple dans l'assurance vie, les réserves sont évaluées selon les législations hors plus-values potentielles ou y compris plus-values potentielles sur les actifs détenus. Dans le premier cas, les réserves ont simplement besoin d'être adossées à des actifs procurant des revenus nominaux réguliers. Dans ces pays, les compagnies d'assurance sur la vie pourront délaissier les actions et l'immobilier (France et Allemagne). En revanche dans le second cas, les compagnies d'assurance sur la vie auront intérêt à introduire des actifs indexés sur l'inflation (Royaume-Uni). Cela signifie que si la législation s'avère peu contraignante en termes de quotas autorisés dans la composition des portefeuilles⁵ elle peut par d'autres biais avoir un impact non négligeable sur l'allocation des portefeuilles.

Le poids de ce mode de comptabilité dans l'allocation des portefeuilles ressort, du reste, lorsque l'on note que, curieusement, l'immobilier occupe un poids plus important dans les portefeuilles d'assurance non-vie pour l'Allemagne et la France.

D'autres facteurs peuvent encore jouer dans l'allocation des portefeuilles. Ainsi, Briys, Loubergé et Régli /1984/ montrent, sur un échantillon de 18 compagnies d'assurances de biens, que lorsque la taille du portefeuille croît, la part des actifs risqués augmente ce qui, au passage, contredit l'hypothèse traditionnelle d'homogénéité de degré 0 des parts par rapport au patrimoine.

L'examen des portefeuilles d'autres institutionnels, les fonds de pension, montre qu'un facteur importe également : l'adossement de l'actif aux engagements. Sur trois des pays communs aux tableaux I et II, on note le renforcement de la ligne actions dans tous les cas et de la ligne obligations au détriment du monétaire dans le cas des Pays-Bas.

Cependant ce démenti des faits quant à l'allocation immobilière optimale dans les portefeuilles des compagnies d'assurance peut avoir une autre source. Les modèles de choix de portefeuille utilisés par les économistes pour étudier les marchés financiers reposent sur une hypothèse selon laquelle ces marchés sont efficients. Deux aspects particuliers de cette hypothèse nous intéressent particulièrement. Premièrement, il s'agit de marchés concurrentiels parfaits avec transparence de l'information. Cela signifie, pour reprendre les termes de B. Jacquillat et B. Solnik /1990/ que « l'ensemble des informations pertinentes à l'évaluation des actifs

5 Sur l'effet de la législation et la réglementation en matière d'investissement des entreprises d'assurance dans les pays de la CEE, le lecteur peut se reporter à l'article de D. Vilain /1989/

Tableau II
 PORTEFEUILLES DES FONDS DE PENSION EN 1990
 Composition (%)

	Etats-Unis	Australie	Royaume-Uni	Pays-Bas
Actions domestiques	43	31	54	nd*
Actions étrangères	4	9	18	nd
<i>Total actions</i>	<i>47</i>	<i>40</i>	<i>72</i>	<i>25</i>
Obligations domestiques	37	21	6	nd
Obligations étrangères	0	3	3	nd
<i>Total obligations</i>	<i>37</i>	<i>24</i>	<i>9</i>	<i>50</i>
Immobilier	5	16	9	16
Monétaire + Autres	11	20	10	10
nd : non disponible				

financiers qui y sont négociés se trouve instantanément reflété dans les cours[...] «seuls les investisseurs qui disposent d'informations privilégiées peuvent prétendre vouloir réaliser des gains anormaux de manière suivie⁶. Deuxièmement, les agents anticipent rationnellement les revenus futurs qu'ils peuvent espérer retirer des actifs et la valeur de ces derniers reflétera ces anticipations.

55

Sur les marchés financiers, ces hypothèses peuvent être remises en cause dès lors qu'apparaissent des comportements mimétiques non rationnels ou qu'apparaissent des anticipations non sur les revenus que l'on peut espérer retirer de ces actifs mais sur ce que pourraient faire les autres agents qui interviennent sur ces marchés. Les marchés financiers sont cependant les marchés qui se rapprochent le plus des marchés efficients tels que définis par la théorie. En revanche les marchés immobiliers en sont très éloignés comme nous allons le voir.

II- L'immobilier : des biens et des marchés très particuliers⁷

Le bien immobilier - et plus particulièrement le logement possède quelques caractéristiques qui justifient que son seul rendement ne suffise à l'intégrer dans un modèle de choix de portefeuille⁸.

Il est un bien complexe

Un bien immobilier ne peut être représenté que par un ensemble de

6 B. Jacquillat et B. Solnick: /1990/ p 43-44

7 Sur ce sujet le lecteur peut se reporter à Lefebvre-Legros (1992)

8 Dans le cas du portefeuille des ménages, voir Avouyi-Dovi-Legros-Nicolai (1990)

caractéristiques dans lequel figurent : son âge, son architecture, son état général, sa localisation, ... autant de caractéristiques dont dépendra son coût mais également son prix, de sorte que l'on ne peut représenter un bien immobilier autrement que par un vecteur dont chaque composante représente une caractéristique individuelle⁹.

Son environnement risqué est également complexe

Il se trouve à l'intersection d'un ensemble de marchés qui portent chacun en eux une double dose d'incertitude ; incertitude exogène quant à l'environnement du bien - localisation, environnement, comportement des pouvoirs publics (en particulier en matière de fiscalité locale et nationale), conjoncture économique et financière (niveau des taux d'intérêt, des revenus des agents ...), comportement des intermédiaires financiers ..., c'est-à-dire quant à sa situation particulière et générale¹⁰ ; incertitude endogène - ou risque moral - issue du comportement des agents intervenant sur les marchés : aptitude à satisfaire une échéance, à respecter un délai de livraison, à entretenir le bien ...

Cette imbrication complexe d'incertitudes rend l'information peu accessible à tous les agents de sorte que le marché de l'immobilier reste un marché de professionnels à la recherche de signaux permettant de transformer l'incertitude en risque¹¹.

56

De ce point de vue, les marchés de valeurs mobilières semblent moins complexes, la circulation de l'information étant organisée de manière à rendre celle-ci publique ou peu coûteuse. Dès lors, l'hypothèse d'efficacité des marchés, posant que le prix d'un actif reflète la somme des revenus attendus, ne peut s'appliquer au marché de l'immobilier. Il y a ainsi une déconnexion partielle du prix de l'immobilier et des revenus afférents, c'est-à-dire de son loyer et des plus-values espérées.

Si chaque bien immobilier est représenté par un vecteur de caractéristiques, le vendeur fixe son prix de manière monopolistique selon la clientèle à laquelle il entend adresser son offre. La fixation des loyers repose sur une logique semblable.

⁹ On notera que l'on retrouve ici l'approche des biens hédoniques.

¹⁰ On appellera :

Situation particulière : les caractéristiques suivantes des biens : nature, usage, état et architecture des immeubles situés à proximité, densité d'occupation du sol dans le voisinage, accès plus ou moins facile aux services publics et privés et aux activités économiques et sociales ;

Situation générale : les caractéristiques décrivant le développement économique, démographique, sociologique et culturel de la commune, du département et de la région dans lesquels le bien est localisé, les politiques fiscales, économiques, écologiques, sociales ... des autorités qui les gouvernent.

¹¹ Pour les définitions de base, se reporter à Knight (1921)

Les offreurs font face à une demande particulière pour un bien immobilier et proposent, pour y répondre, un type d'immeuble c'est-à-dire un vecteur particulier de caractéristiques et un prix qui reflète la qualité liée (c'est-à-dire ces caractéristiques).

La diversité des prix reflète donc la diversité des qualités et celle-ci la diversité de la demande. Celle-ci s'exprime nominalement ; elle intègre donc les caractéristiques pour lesquelles elle opte.

Une autre manière de dire cela est d'affirmer que le prix d'échange d'un immeuble intègre une somme indépendante du coût de la construction mais assimilable à une prime versée par l'acheteur (ou le locataire) qui reflète son désir de s'assurer contre les risques liés directement à la nature du bien ou à son environnement physique direct : dégradation de cet environnement ou du bien lui-même par exemple ...

A titre illustratif, on peut penser que la probabilité de voir une cité de transit s'installer à Neuilly-sur-Seine est plus faible que dans les zones périurbaines appelées pudiquement «banlieues» ; le prix d'échange des appartements intègre indéniablement cette prime de risque au delà des différences de coûts.

En outre, le bailleur, cherchant à faire dévoiler par son locataire les risques - éventuels - de non paiement encourus, fixe un loyer sensiblement supérieur au loyer qui résulterait spontanément de son comportement d'offreur, ce supplément de loyer étant assimilable à une surprime destinée à écarter les mauvais risques.

Cette déconnexion partielle des prix et des coûts, qui rend les biens immobiliers peu assimilables aux produits de placement traditionnels résulterait donc des différences de caractéristiques attachées à chaque bien et corrélativement de risques encourus. L'inefficience manifeste des marchés qui s'exprime par la différence entre le prix du bien et la somme - actualisée - des revenus espérés résulterait donc d'une différence de sensibilité aux caractéristiques selon que l'on soit propriétaire ou locataire du bien.

Cette hypothèse n'est pas irréaliste, nous semble-t-il ; elle serait liée directement au caractère relativement irréversible de l'achat d'un bien immobilier. En revanche, le statut de locataire échappe à cette irréversibilité. L'irréversibilité accroîtrait donc la sensibilité des acheteurs aux caractéristiques du bien immobilier.

Cette irréversibilité se traduit en terme de gestion de portefeuille par l'existence de coûts de transaction élevés. D'une part, il existe des frais de mutation élevés qui rendent les échanges coûteux ; d'autre part, le caractère indivisible du bien en fait un achat généralement effectué non seulement grâce à une flux d'épargne nouvelle mais également grâce à la réalisation d'une part d'un patrimoine déjà accumulé, celui-ci ayant des

coûts de transaction plus élevée que celle là¹².

Les coûts de gestion sont également plus élevés en ce qui concerne l'immobilier que pour les valeurs mobilières qu'il s'agisse de coûts de gestion directs (maintien en l'état du bien, gestion des occupants ...) ou des coûts indirects liés au suivi comptable des opérations.

Si le caractère irréversible touche - en première approximation - l'immobilier industriel, commercial et de bureau comme le logement, on peut imaginer que les coûts de gestion et les caractéristiques qui seront source de risque sont assez différents selon qu'il s'agit de l'un ou de l'autre type de bien. Il est assez difficile de statuer sur une différenciation forte entre logement et immobilier selon les caractéristiques ; tout au plus, semble-t-il raisonnable d'avancer que l'immobilier de bureau et commercial étant plus récent - en moyenne - et les surfaces réparties entre les différents locataires étant plus importantes que pour le logement, les coûts de gestion sont plus faibles. Quant au risque, l'atomicité corrélative des occupants des logements, la plus grande stabilité de leurs revenus - généralement revenus du travail et non d'entreprise - et la durée plus limitée des baux qui leur sont consentis font du marché du logement un marché réputé moins risqué que les autres marchés immobiliers. En revanche, la place privilégiée souvent occupée par celui-ci - en centre ville, dans des quartiers prestigieux - et la contagion induite sur les prix par ce phénomène en fait un marché réputé plus rentable.

Parmi ses caractéristiques, il faut ajouter que le bien immobilier possède un délai de production - pour un propriétaire-promoteur - ou un délai de réalisation élevé pour un achat d'occasion.

Dans le chapitre suivant, nous allons isoler l'influence de ces règles - induisant un avantage ou désavantage à la détention du bien - et de ces coûts de transaction à un comportement de choix de portefeuille.

III - Peut-on réintégrer l'immobilier dans un modèle de choix de portefeuille

Introduire l'immobilier dans un modèle de choix de portefeuille implique d'intégrer les éléments examinés ci dessus et qui font la spécificité des biens et des marchés immobiliers. ainsi, nous devons tenir compte :

- de l'irréversibilité pesant sur les bien immobiliers-comme sur la plupart des autres biens d'investissement, par opposition aux actifs de placements financiers- ; cette irréversibilité agit sur les coûts d'ajustement et élève donc les éléments de la matrice H définie lors de la présentation du modèle standard de choix de portefeuille.

12 cf. Artus-Legros (1989)

- du fait que les actifs immobiliers soient représentés par des vecteurs de caractéristiques ; cela n'est pas sans conséquence sur leurs prix et leurs rendements, m_t et Z deviennent donc fonction des caractéristiques θ de chaque bien. Mais alors, il serait nécessaire de considérer autant de parts α_t que de biens immobiliers puisque chacun d'entre eux est unique. Or, ceci n'est pas réaliste. Il faut donc imaginer que les gestionnaires de portefeuilles établissent un rendement global de leur portefeuille à partir de leurs observations comptables et supposent qu'il s'agit là d'un rendement moyen ou d'un rendement propre à un type de bien optimal qu'ils essaieront de dupliquer. Dans le premier cas, le comportement d'arbitrage des investisseurs se fera en deux temps : détermination d'une part immobilière optimale et partage entre les différentes catégories de biens. Dans le second cas, les portefeuilles devraient s'avérer homogènes, c'est à dire que les biens qui y sont inclus doivent présenter des caractéristiques très proches en termes de situation particulière et de situation générale.

La réalité semble être un mélange de ces deux phénomènes : détermination en deux temps de la part de l'immobilier, puis à l'intérieur de celui-ci des parts entre les différentes catégories de biens ; homogénéité du parc de biens détenu comme le montre le recensement de l'immobilier résidentiel détenu par les entreprises d'assurance en Ile de France, effectué par l'Observatoire des Loyers de l'Agglomération Parisienne¹³.

En considérant donc leur localisation, il est possible de faire abstraction des caractéristiques des biens immobiliers ; c'est à dire que l'actif immobilier i qui entre dans le portefeuille est défini par sa nature (bureau, logement, locaux industriels, locaux commerciaux...) et par sa localisation.

Par ailleurs, il est nécessaire d'intégrer les différents coûts qui vont venir diminuer son rendement. Nous avons d'une part les coûts de gestion qui sont plus élevés que dans le cas des actifs financiers. D'autre part, nous avons les coûts qui sont liés à l'illiquidité des biens immobiliers. En effet les actifs financiers peuvent être achetés et vendus instantanément sur les marchés aux prix affichés sur ceux-ci. Dans l'immobilier toute vente et tout achat implique un délai qui peut être plus ou moins long et qui, de plus, est incertain. Le seul moyen de le réduire est de diminuer suffisamment le prix du bien au regard des prix proposés par les concurrents en cas de vente, ou de proposer un prix beaucoup plus élevé que ses concurrents en cas d'achat.

Pour rendre compte de cela, nous pouvons décomposer le rendement de l'actif i en un rendement purement financier m_t et en un paramètre u_t

¹³ Observatoire des Loyers de l'Agglomération Parisienne (juin 1993): *Le patrimoine d'habitations des investisseurs institutionnels en Ile de France. Rapport pour le Conseil Régional d'Ile de France.*

représentatifs des coûts liés à l'acquisition, à la détention, et à la vente de cet actif. En tenant compte de ces remarques, nous pouvons réécrire l'équation /2/ comme suit :

$$/3/ \quad \alpha_t = A \frac{\bar{n}_t}{W_t} + Z + H \frac{\alpha_{t-1}}{1 + \delta_t} + AU_t$$

Ce modèle, nous permet donc d'expliquer les parts des différents actifs par la variance et la covariance de leur rendements, facteurs représentatifs du risque et des risques relatifs, par les coûts d'ajustement, par les rendements et par les coûts spécifiques que peuvent générer l'acquisition, la détention et la cession de ces actifs. En l'état des informations dont nous pouvons disposer actuellement, en particulier sur la France, il semble difficile d'appliquer ce modèle. Les travaux menés à l'étranger et exposés rapidement ci-dessus nous conduisent à la prudence. L'intégration de l'immobilier dans les modèles de choix de portefeuille suppose encore de nombreux travaux théoriques, car même en considérant la dimension locale des marchés immobiliers, nous sommes encore assez éloignés des hypothèses des marchés efficients. Cela suppose également un investissement important dans la constitution de séries statistiques, en particulier en France où nous sommes loin de disposer d'informations comparables à celles qui existent au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis.

60

IV- Le logement dans le patrimoine des entreprises d'assurance

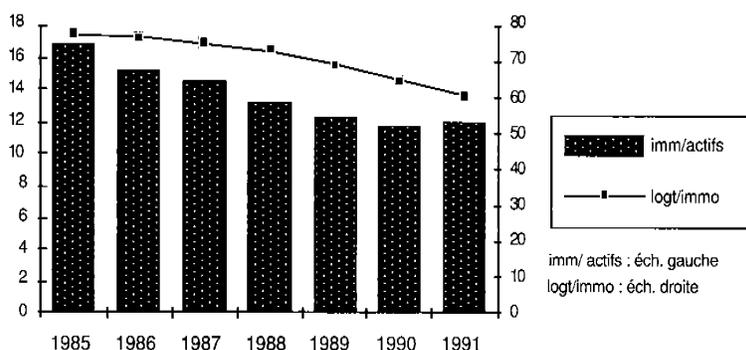
Les difficultés que l'on peut avoir à expliquer les investissements immobiliers des institutionnels par les théories économiques et financières traditionnelles sont également présentes si on souhaite expliquer leur comportement face au seul logement pour lequel nous disposons cependant d'une information plus riche que pour les autres biens immobiliers.

Nous avons cependant construit une donnée statistique donnant la part du logement dans l'immobilier détenu par les entreprises d'assurance pour 1991 en partant des comptes de patrimoine de l'INSEE et des informations disponibles sur le portefeuille immobilier des dix plus grandes détentrices de ce type d'actifs.

Sur ces dix entreprises, nous pouvons observer un lien négatif entre le parc immobilier et la part du logement dans ce parc qui tend à confirmer que le logement serait l'actif le moins risqué à l'intérieur de l'ensemble immobilier, sous l'hypothèse déjà vue, que plus le portefeuille est important et plus son détenteur est prêt à accepter un risque plus élevé. Mais si tel est le cas, cela signifie que le logement répond bien à une logique de choix de portefeuille à l'intérieur de l'ensemble immobilier.

L'évolution de la part de l'immobilier dans le total des actifs¹⁴ et du logement au sein de l'immobilier suit ce que l'on constate sur le graphique 1 : une baisse simultanée des deux ratios.

Graphique 1
Placements des compagnies d'assurance : parts de l'immobilier dans l'ensemble et du logement dans l'immobilier (%)



Les mouvements décrits sur ce graphique sont à mettre en relation avec la corrélation entre volume du portefeuille « pierre » et part de l'actif non risqué : nous avons déjà noté que la part de ce dernier baisse lorsque le volume du premier croît. Or, s'il est vrai que la part de l'immobilier dans le total des actifs des compagnies d'assurance a décliné, il est clair que ce mouvement est largement dû à l'« explosion » pure et simple des actifs des compagnies d'assurance françaises ces dernières années. L'engouement des épargnants pour les placements d'assurance-vie ajouté au succès des produits IARD a fait passer l'encours des placements effectués en France par les sociétés d'assurance de 276,4 milliards de francs en 1982 à 1561,5 milliards de francs en 1991. Les placements immobiliers considérés isolément sont, quant à eux, passés de 58,8 milliards en 1982 à 79,7 milliards en 1985 puis 187 milliards en 1991. Si la relation observée au niveau individuel entre immobilier et logement comme à un niveau général par Briys et alii (*op. citée*) est juste, on peut sans doute mettre en relation la chute du logement dans les portefeuilles des compagnies d'assurance avec l'explosion du portefeuille immobilier. Reste toutefois à expliquer pourquoi la part de l'immobilier a décliné.

En conclusion, donner un plus grand rôle aux institutionnels dans le secteur du logement ne peut se faire qu'à la condition que le logement voit

son statut d'actif sans risque» confirmé et qu'il vienne se situer en amont dans le processus de décision des gestionnaires de portefeuille des compagnies d'assurance, c'est-à-dire sur le même plan que les actifs financiers traditionnels. Mais alors, le véritable frein n'est-il pas celui de l'efficience du marché, de l'information ... des métiers ?

RÉFÉRENCE BIBLIOGRAPHIQUE

- Artus Patrick et Legros Florence (1989) : Liquidités disponibles et taux d'intérêt obligataire - WP CDC.
- Avouyi-Dovi Sanvi, Legros Florence et Nicolai Jean-Paul (1990) : L'investissement locatif des ménages comme placement financier - Ter séminaire franco-suédois d'économie du logement, Paris.
- Bleuze Eric et Rousseau Jean-Marie (1989) : Les choix de portefeuille des ménages : quelle partage de la liquidité ? - WP CDC, n°89-12
- Blundell G.F. (1986) : Do high value properties show lower returns ? *Estates gazette* ; n°279
- Briys Eric, Loubergé Henri et Régli P. (1984) : La taille des compagnies d'assurance influence-t-elle leur comportement financier ? - *Finance*, vol. 5, n°2
- Cormier Elise et Suret Jean-Marc (1989) : Le comportement financier des compagnies d'assurance ; *Risques*, n°1 et 3
- Curcio R.J., Rubens J.H. and Webb J.R. (1988) : Diversification gains from including real-estate in mixed asset portfolios ; *Decision sciences*, n°19, pp.434-452
- Debenham, Tewson and Chinnocks (1986) : Unitisation of large properties ; *Portfolio diversification potential*, London DTC
- Debenham, Tewson and Chinnocks (1988) : Property and portfolio asset allocation ; London DTC
- Eeckhoudt Louis et Gollier Christian (1992) : Les risques financiers : évaluation, gestion et partage - Ediscience international, Paris
- Fraser W.D. (1985) : The risk of property to the institutional investor ; *Journal of valuation*, n°4, pp. 45-59
- Ghèkiere Laurent (1992) : Les marchés du logement dans la communauté européenne - Documentation française
- Jacquillat Bertrand et Solnik Bruno (1990) : Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques ; 2ème édition, Dunod, Paris
- Knight Franck (1921) : Risk, uncertainty and profit - Houghton Weiffin, Boston
- Lefebvre Bruno et Legros Florence (1992) : Risque et immobilier ; Rapport pour la Confédération Nationale des Administrateurs de Biens
- Markowitz H.M. (1952) : Portfolio selection - *The journal of finance*, vol. 3, n°1 - pp. 71-91.
- Ricart Roland (1993) : Arbitrages financiers des compagnies d'assurance : une évaluation économétrique - WP Banque de France, Direction générale des études.
- Vilain Denis (1989) : La réglementation des placements est-elle vraiment contraignante ? *Revue d'économie financière*, n°11, pp. 151-174
- OCDE (1993) : Annuaire statistique des assurances
- OLAP (1993) : Le patrimoine d'habitation des investisseurs institutionnels en Ile-de-France, Rapport pour le Conseil Régional d'Ile de France (sous la direction de André Massot)