



## Note de position de la Chaire TDTE

### *Comment faire du patrimoine immobilier le nouveau vecteur pour la croissance ?*

*Sous la direction du Professeur Jean-Hervé Lorenzi (titulaire de la Chaire TDTE), Alain Villemeur (Directeur Scientifique), François-Xavier Albouy (Directeur de Recherche) et Jean-Michel Mangeot (Consultant). Avec la participation de Komlan Agba, Pierre Durand et Serena Rosa (Chargés de Recherche).*

**Avril 2017**

## **Remerciements**

Nous tenons à remercier particulièrement les partenaires ayant effectué les études sur la liquéfaction du patrimoine : Associés en Finance, Institut de l'Épargne Foncière et Immobilière (IEIF) et Virage Viager, ainsi que tous les participants au séminaire « Comment liquéfier le patrimoine immobilier des seniors et faciliter son transfert aux jeunes générations? », organisé le 22 mars 2017 en collaboration avec la Caisse des Dépôts et des Consignations. Nous adressons également nos remerciements à Sophie Parisel (Secrétaire Générale), Gérard Messanvi et Viviane Bondoma (Chargés de Recherche) de la Chaire TDTE. Les opinions et arguments exprimés ici ne reflètent que la position de la Chaire TDTE et ne doivent pas être associés à ses partenaires.

## Executive Summary

Le patrimoine immobilier total s'élève à 6 505 milliards d'euros, soit environ trois fois le PIB français. Les plus de 60 ans détiennent environ 3 773 milliards d'euros. Ce patrimoine constitue du point de vue économique une sorte de bien de mainmorte, alors qu'une partie de son recyclage dans l'économie entraînerait un surcroît de croissance.

Cet immobilisme est d'autant plus paradoxal que le système de retraite par répartition s'essouffle, que le risque de perte d'autonomie est appelé à augmenter dans les prochaines décennies et que l'allongement de la durée de vie repousse de plus en plus loin l'âge auquel est assurée la transmission de l'héritage, âge désormais proche de celui de l'entrée en retraite.

Pour répondre à ces défis, la Chaire « Transitions Démographiques, Transitions Economiques » propose la « liquéfaction » du patrimoine immobilier. Les seniors seraient encouragés à céder leurs logements à un investisseur pour dégager des liquidités dont une partie serait donnée aux générations suivantes et l'autre conservée pour faire face aux besoins inhérents à la retraite et au risque de perte d'autonomie. En contrepartie, l'investisseur s'engagerait à maintenir dans les lieux le senior contre paiement d'un loyer de marché.

Les études financières menées ont permis de caractériser d'une part la rentabilité de ce dispositif et d'autre part, sa capacité à favoriser la transmission d'un capital et à couvrir le risque de perte d'autonomie. Ce dispositif est immédiatement applicable à Paris et dans la première couronne ainsi que dans les grandes métropoles de province compte tenu des perspectives de revalorisation des biens immobiliers et des loyers de marché. Le cas échéant, une garantie pourrait être accordée à l'investisseur par l'Etat sur l'évolution de la valeur des logements. En revanche, les conditions ne sont pas remplies pour un fonctionnement attractif de ce dispositif dans les zones urbaines en décroissance et zones rurales.

A titre d'exemple, à Paris, pour un bien immobilier d'une valeur de 540 000 euros, l'investisseur verse au senior 445 500 euros. Une transmission immédiate est effectuée aux héritiers à hauteur de 280 000 euros alors que 165 500 euros sont conservés pour faire face aux différents risques. La transmission permet aux héritiers de bénéficier d'un avantage (par exemple, l'achat d'un appartement ou un projet entrepreneurial) tout à fait significatif.

Les flux de liquidité générés par ce modèle doivent permettre de redonner un souffle à la croissance économique de l'hexagone sous la forme de choc d'offre et de demande. Liquéfier le patrimoine immobilier des seniors nous paraît être une priorité pour relancer la croissance économique en France.

# Table des matières

<b>Introduction</b> .....	5
<b>I. Le patrimoine immobilier français inutilisé à la croissance</b> .....	5
1.1. <i>Les chiffres clés du patrimoine français</i> .....	5
1.2. <i>Facteurs explicatifs de la distribution du patrimoine français</i> .....	6
1.3. <i>Le niveau de vie des retraités</i> .....	7
1.4. <i>La spécificité du parc locatif français</i> .....	8
1.5. <i>La spécificité des investisseurs institutionnels français</i> .....	8
1.6. <i>Conclusion : le patrimoine français s'avère inutilisé pour la croissance de l'hexagone</i> .....	9
<b>II. Une proposition novatrice pour la liquéfaction du patrimoine immobilier</b> .....	10
2.1. <i>Description du mécanisme de location-transmission</i> .....	10
2.2. <i>Fonctionnement du modèle : les étapes de mise en place</i> .....	10
2.3. <i>Principales hypothèses</i> .....	11
2.4. <i>Résultats du modèle</i> .....	13
<b>III. La liquéfaction : un choc pour la croissance</b> .....	13
3.1. <i>Le transfert intergénérationnel du capital liquéfié</i> .....	14
3.2. <i>Un exemple d'impact macroéconomique des donations</i> .....	15
3.3. <i>Un gain en terme de pouvoir d'achat des seniors</i> .....	16
3.4. <i>La couverture contre le risque de dépendance</i> .....	17
<b>Conclusion</b> .....	18
<b>Annexes</b> .....	19
<b>Bibliographie</b> .....	23

# Comment faire du patrimoine immobilier français le nouveau vecteur de la croissance ?

## Introduction

Alors que le patrimoine immobilier se révèle comme inexploité, il représente un réel potentiel de croissance. S'évaluant à 6 505 milliards d'euros, ce sont donc 6 505 milliards d'euros de capital figé dans la pierre. La Chaire TDTE propose aujourd'hui un modèle visant à exploiter cette épargne inexploitée et immobilisée, et pose les bases de ce qui pourra être un vecteur de dynamisme économique, une solution pour une croissance atone. A partir d'un modèle économique de cycle de vie, nous découpons le territoire national en trois principales zones selon le dynamisme du marché immobilier et analysons l'opportunité pour les ménages vendeurs et les investisseurs. Nos résultats montrent que le modèle fonctionne dans les zones tendues (Paris et la proche banlieue), qu'il fonctionne mieux avec une garantie de l'Etat sur le TRI dans les zones intermédiaires (ensemble de métropoles régionales en développement) et qu'il y a peu de chance qu'il fonctionne dans les zones non tendues (en récession et zones rurales).

## I. Le patrimoine immobilier français inutilisé à la croissance

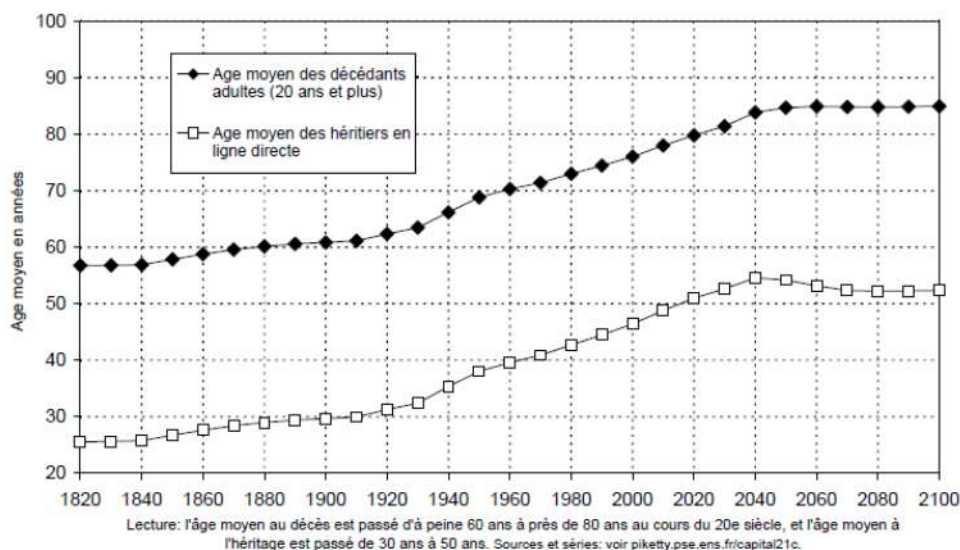
### *1.1. Les chiffres clés du patrimoine français*

Selon l'INSEE, en 2014, le patrimoine net total des ménages français est évalué à 10 221 milliards d'euros, soit environ cinq fois le PIB national. L'immobilier représente 6 505 milliards d'euros (64%) de cette valeur. Or ce patrimoine immobilier de logements est majoritairement détenu par les seniors. En effet, avec 3 773 milliards d'euros de logements (soit 58% du patrimoine immobilier), 74% des ménages de plus de 60 ans sont propriétaires contre 50% chez les 30-39 ans. Plus encore, il apparaît que la valeur du patrimoine nette moyenne

augmente avec l'âge<sup>1</sup>. En considérant le fait que le patrimoine moyen net s'établit à 229 300 euros, les ménages âgés de 60 à 69 ans ont en leur possession plus de 50% du patrimoine.

Ce constat s'explique notamment par l'augmentation de l'âge des héritiers. T. Piketty<sup>2</sup> (2013) montre en effet que l'âge moyen des décédants étant passé de 58 à 79 ans entre 1820 et aujourd'hui, l'âge moyen des héritiers a lui, augmenté de 26 à 51 ans. Ses projections établissent cet âge de l'héritage à 55 ans en 2040. Les estimations plus récentes de Clément Dherbécourt (France Stratégie, Janvier 2017) sont éminemment plus élevées puisque qu'il établit l'âge moyen au moment du décès de la mère (soit l'âge auquel l'héritage a effectivement lieu) à 55 ans en 2015, 61 en 2040 et 64 en 2060.

**Graphique 1 : âge moyen au décès et l'héritage, France 1820-2100 (Extrait de Piketty, 2013)**



## 1.2. Facteurs explicatifs de la distribution du patrimoine français

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette disparité intergénérationnelle. Le premier est le vieillissement accéléré de la population : les seniors représentent aujourd'hui 25% de la population française et ce pourcentage ne fera que s'accroître dans les années qui viennent. Selon les projections, les plus de 75 ans passeraient de 6 millions d'aujourd'hui à plus de 10,9 millions en 2050. En outre, on observe une augmentation de l'espérance de vie, qui est estimée aujourd'hui à 79,4 ans pour les hommes et 85,4 ans pour les femmes.

<sup>1</sup> 40 000 pour les moins de 30ans ; 120 000 pour les 30-39ans ; 220 000 pour les 40-49ans ; 290 000 pour les 50-59ans ; 345 000 pour les 60-69ans et 260 000 pour les plus de 70ans.

<sup>2</sup> T. Piketty, *Le Capital au XXI<sup>ème</sup> siècle* (2013)

Une autre raison vient du contexte politique et social. Le manque d'une offre suffisante de maisons de retraite et la pratique du « bien vieillir chez soi », incitent les retraités à rester propriétaire de leur logement, une décision qui est encouragée par les pouvoirs publics. En 2011, le taux d'ouverture de lits dans des EHPAD était de 7 500 par an contre une demande de 10 à 15 000 lits.

De plus, la volonté des personnes âgées de rester propriétaires dérive aussi d'un souhait de transmission du bien aux héritiers, même s'il est économiquement plus rationnel de devenir locataire plutôt que de rester propriétaire. Cette décision se révèle aussi peu profitable pour les successeurs, parce que «la valeur future d'un héritage immobilier est (potentiellement) inférieure à la valeur immédiate d'un moindre héritage financier».

Ces comportements empêchent les seniors de profiter d'une partie de leur patrimoine comme une source de consommation différée. La théorie néoclassique considère que le patrimoine accumulé constitue une réserve de consommation visant à compenser la baisse des revenus consécutive à l'entrée en retraite. Les seniors sont confrontés à des besoins imprévisibles et inéluctables (restriction de la mobilité, risque de dépendance, risque de décès du conjoint). Si les seniors demeurent propriétaires de leurs logements par volonté de transmettre une partie de leur patrimoine à leurs héritiers, pourquoi attendre qu'ils aient atteint un âge où leurs besoins sont devenus moins prégnants et ne pas profiter d'une opportunité de liquéfaction de tout ou partie de leur patrimoine ?

### *1.3. Le niveau de vie des retraités*

Selon les estimations de la DREES<sup>1</sup>, le taux de remplacement médian du salaire net moyen pour les générations de 1946 s'élève à 74% pour les hommes et 72,5% pour les femmes. Selon les prévisions du Conseil d'Orientation des Retraites (COR) et de l'Institut Montaigne, le taux de remplacement va baisser de 16 points dans les 30 prochaines années et en 2060 la pension moyenne ne représentera plus qu'environ 50% du revenu d'activité moyen.

Dans le même temps, les dépenses des seniors continuent d'augmenter : le coût lié à la perte d'autonomie a été estimé à 34 milliards d'euros en 2010 (rapport Bertrand Fragonard) dont près de la moitié, 14,4 milliards d'euros, allouée aux dépenses de soins. Le secteur public y contribuait à hauteur de 24 milliards (70% du total et 1,3% du PIB). Les 30% restants sont couverts par les personnes âgées ou leurs familles. Le rapport du groupe de travail «Perspectives

---

<sup>1</sup> Etude du 24 Juillet 2015, *Le taux de remplacement du salaire par la retraite diminue au fil des générations*

démographiques et financières de la dépendance» prévoyait que la dépendance augmenterait de 35% en 2030 et de 100% en 2060 pour atteindre 2 300 millions de personnes. Ainsi, la part du coût de la dépendance revenant aux ménages devrait doubler d'ici 2060, pour passer de 9% à 18%.

En outre, d'après l'INSEE, la part des dépenses contraintes et donc incompressibles dans le revenu des ménages est passée en moyenne de 12% dans les années 1960 à près de 30% en 2014. La variation a été encore plus forte pour les petites retraites. Les besoins en trésorerie des personnes âgées croissent et leur niveau de vie baisse. Cette évolution est appelée à se renforcer dans les vingt prochaines années comme le soulignent plusieurs rapports officiels.

Dans ce cadre, la possibilité d'accéder à un revenu supplémentaire, issu par exemple de la vente de leurs logements, serait utile pour les personnes âgées. Cependant la pratique n'est pas courante et le logement reste pour la plupart des propriétaires un bien non consommable.

#### *1.4. La spécificité du parc locatif français*

35% des ménages sont locataires de leur résidence principale en France contre 48% en Allemagne. En outre, la France se caractérise par le poids des bailleurs sociaux qui logent 16% des ménages (contre 8% seulement des ménages allemands)<sup>1</sup>.

Une étude de l'INSEE montre qu'en 2010, en incluant loyers, charges, taxes, remboursements d'emprunts, dépenses d'eau et d'énergie ; plus de la moitié des ménages consacrait au moins 18,5 % de ses revenus à son habitation principale. Ce pourcentage était d'autant plus élevé que les revenus étaient plus faibles.

#### *1.5. La spécificité des investisseurs institutionnels français*

Une autre caractéristique très marquante du panorama immobilier de la France est la faiblesse des investisseurs institutionnels :

- l'immobilier représentait seulement 5% des portefeuilles des français en 2015, soit moins de la moitié du pourcentage de détention par les institutionnels il y a 25 ans. Comparé à l'international, ce montant s'avère très bas : les investisseurs anglo-saxons possèdent 5 et 15% d'actifs immobiliers et les fondations des universités américaines de l'Ivy League investissent à hauteur de 25% dans l'immobilier.

---

<sup>1</sup> Eurostat, chiffres fin 2014



- de plus, le logement ne représentait que 17% de la part des actifs immobiliers détenus par les institutionnels, loin derrière le bureau. De surcroît l'investissement en immobilier résidentiel croît moins vite que celui adressé d'autres véhicules immobiliers.

Les choix d'investissement des institutionnels au détriment du logement s'expliquent par les raisons suivantes :

- la gestion d'un parc locatif de logements est plus compliquée que celle d'immeubles commerciaux, et donc plus coûteuse.
- la réglementation de l'immobilier résidentiel est défavorable en comparaison de celle applicable à l'immobilier professionnel. En particulier, les rapports entre bailleurs et locataires sont déséquilibrés au détriment des premiers.

Pourtant l'investissement dans le logement présente un certain nombre d'avantages : en particulier, il permet une plus grande diversification et, partant, de limiter le taux de vacances ; de surcroît il est moins cyclique que l'investissement en immobilier commerciale dont les valorisations sont davantage corrélées à celles de marchés financiers.

Les faits confirment que l'investissement dans l'immobilier résidentiel est rentable. Les foncières cotées allemandes, suédoises et américaines investies en logements, ont enregistré une surperformance, relativement aux foncières investies en bureau.

La France manque de ce genre d'opportunités car les sociétés d'investissement immobilier (SII), spécialisées dans les logements, n'existent plus depuis les années 1990, ce qui a empêché la réalisation de projets immobiliers d'envergure. De plus, les rendements de l'immobilier de l'immobilier résidentiel détenu par les institutionnels sont de 100 à 200 points inférieurs à ceux des autres pays européens.

### *1.6. Conclusion : le patrimoine français s'avère inutilisé pour la croissance de l'hexagone*

En conclusion, forcé de constater que :

- L'immobilier résidentiel est massivement entre les mains des ménages, et de surcroît les plus de 60 ans
- Ce patrimoine est inutilisé malgré sa valeur économique et son utilité potentielle, tant pour maintenir le niveau de vie des seniors que pour relancer la croissance

A l'inverse, les jeunes actifs peinent de plus en plus à se loger et manquent cruellement de fonds pour investir ou financer leur consommation durable. La Chaire affirme donc qu'un

modèle permettant de rendre liquide le patrimoine immobilisé dans le logement, est un moyen novateur et pertinent pour relancer la croissance.

## **II. Une proposition novatrice pour la liquéfaction du patrimoine immobilier**

Nous proposons à présent un modèle de liquéfaction du patrimoine immobilier, c'est-à-dire un modèle par lequel le capital immobilisé est monétisé et injecté dans l'économie.

### *2.1. Description du mécanisme de location-transmission*

Le dispositif de location-transmission proposé vise à redonner de la liquidité au patrimoine immobilier des seniors :

- En contrepartie de la vente de sa résidence principale à un investisseur, ce dernier s'engage à maintenir dans les lieux le senior en tant que locataire de son logement pendant une période déterminée, renouvelable dans des conditions prédéfinies. Le senior conserve ainsi l'usage de son logement : il peut l'utiliser pour ses besoins propres et en transmettre immédiatement une fraction à ses héritiers.
- Les investisseurs bénéficient d'un cadre contractuel strict, de l'absence de risque de vacance locative et d'une décote sur la valeur de marché pour tenir compte de l'illiquidité.

Economiquement, ce dispositif n'a de sens pour le vendeur que si la valeur présente de son patrimoine immobilier est supérieure à la somme des loyers (jusqu'au décès) actualisés.

### *2.2. Fonctionnement du modèle : les étapes de mise en place*

Afin de caler le modèle le plus fidèlement possible sur le fonctionnement observé du marché de l'immobilier en France, une analyse des données historiques et des tendances de marché au préalable été menée. Elle montre des disparités territoriales en termes de rendements locatifs, de liquidité de marché et de perspectives d'évolution des prix de l'immobilier. Ces disparités conduisent à découper le territoire en trois zones :

- Zone 1 : Paris et la proche banlieue ;

- Zone 2 : un ensemble de métropoles régionales en développement plus ou moins marqué ;
- Zone 3 : les zones moins dynamiques (voire en récession) et les zones rurales.

Les principales villes considérées figurent dans le tableau ci-dessous :

	Zone 1	Zone 2	Zone 3
Villes ou Départements	Paris, Hauts-de-Seine, Seine-Saint-Denis, Val-de-Marne	Lyon, Bordeaux, Lille, Nice, Aix en Provence, Marseille	Le Havre, Angers, Tours, Nîmes, Reims, Dijon, Clermont-Ferrand, zones rurales

Dans la zone 1, l'investisseur peut espérer 3,5% de rendement locatif brut mais 1,5% de revalorisation annuelle, de respectivement 5% et 0% dans la zone 2, et de 7% et -1,5% dans la zone 3<sup>1</sup>.

Le risque pris par l'investisseur est matérialisé par une espérance de taux de rendement interne (TRI) selon chaque zone définie ci-dessus. De même, le vendeur concède une décote sur la cession de son bien immobilier. Une fois la vente effectuée, une partie du montant est transmis aux héritiers. Celui-ci est établi de telle sorte que les seniors soient en mesure de subvenir à leurs besoins jusqu'à la fin de leur vie. La somme perçue par les héritiers est utilisée pour des projets immobiliers à impact économique. Une description plus chiffrée des hypothèses de ce scénario central apparaît en annexe.

### 2.3. Principales hypothèses<sup>2</sup>

Plusieurs hypothèses ont été effectuées pour modéliser le dispositif de location-transmission. Les principales concernent :

- Les données socio-démographiques, notamment d'espérance de vie et d'âge d'entrée en dépendance : l'espérance de vie est fixée à 87 ans pour les femmes et 83 ans

<sup>1</sup> Surperformance attendue de l'immobilier par rapport à la moyenne des grandes villes dans les 15 prochaines années : entre +30% et +50% pour Lyon, Nantes ou Rennes, entre +10% à +20% pour Bordeaux, Toulouse, Paris, et entre -10% à -20% pour des villes comme Strasbourg ou Marseille (<https://patrimoine.lesechos.fr/immobilier/prix/0211970603585-immobilier-miser-sur-les-villes-les-plus-prometteuses-2079700.php>)

<sup>2</sup> Voir les détails de construction du modèle et des profils considérés en annexe

pour les hommes. L'âge d'entrée en dépendance peut affecter l'espérance de vie : en effet, l'évolution de la dépendance est paramétrée en fonction des données de la Direction de la Recherche, des Etudes, de l'Evaluation et des Statistiques (DRESS) sur l'espérance de vie par Groupe Iso-Ressources (GIR). Au décès, le patrimoine collectif reste entre les mains du dernier vivant et le patrimoine individuel est réparti entre les héritiers.

- la progression des prix de l'immobilier (cf supra)
- Le taux de rendement global attendu par l'investisseur, y compris le rendement locatif brut constaté sur les différents marchés ;
- Le calcul de la taxe foncière et de la taxe d'habitation ;
- Les dépenses courantes ;
- Le montant de l'allocation personnalisée d'autonomie (APA) perçus ;
- L'évaluation des besoins liés à la dépendance.

Pour l'évolution des revenus et des charges, les revenus du travail du ménage sont calculés à partir du salaire net initial. Les revenus fonciers sont calculés compte tenu du taux de rendement locatif brut correspondant à la zone géographique du profil. L'APA est perçue à partir de l'entrée en GIR 4 de dépendance. L'évolution du niveau de dépendance se fait par palier et est calculée grâce aux statistiques de la DREES. L'impôt est calculé sur l'ensemble des revenus, sur la base du barème actuel et du nombre de parts. Les revenus se réduisent avec l'entrée en retraite de chacun des seniors, puis au décès de chacun. La taxe foncière et la taxe d'habitation sont calculées à partir de l'estimation de loyer fictif de la résidence principale, en fonction des dernières statistiques publiées.

En effet, les taux communiqués par les municipalités sont rendus inexploitable par la caducité des valeurs cadastrales. Les besoins liés à la dépendance sont calculées en fonction des dernières études et statistiques de la DRESS, de l'IGAS (Inspection Générale des Affaires Sociales), de KPMG (étude sur les coûts mensuels des EHPAD) et de la DGCCRF (Direction Générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des Fraudes). Les dépenses courantes sont évaluées en fonction de la zone géographique, de l'âge et du revenu du ménage :

- pour un ménage en fin d'activité (55/60 ans), les dépenses courantes sont évaluées afin d'extérioriser une capacité d'épargne (fin de carrière et plus d'enfants à charge)
- pour un ménage en retraite avant l'entrée en dépendance (65/75 ans), les dépenses courantes sont évaluées afin d'extérioriser un équilibre financier revenus / charges

- l'entrée en dépendance (75/80 ans) occasionne un reste à charge à financer sur le patrimoine.

#### 2.4. Résultats du modèle

Le modèle permet de générer pour l'ensemble de la période le gain actualisé pour le ménage, en fonction de la décote de cession et de la progression des prix de l'immobilier. Nous présentons ici les résultats pour trois scénarios suivant les trois zones géographiques. Le premier considère un couple âgé de 60 et 55 ans et vivant dans la zone 1 noté profil 1, le second considère un couple de même âge et vivant dans la zone 2 noté profil 2, et le dernier considère un couple toujours de même âge et vivant en zone 3 noté profil 3. Le tableau ci-dessous récapitule les résultats du modèle. Une description détaillée est fournie en annexe.

	<b>Profil 1</b>	<b>Profil 2</b>	<b>Profil 3</b>
Valeur de la résidence principale	540 000 €	252 000 €	108 000 €
Montant versé par l'investisseur	445 500 €	189 000 €	81 000 €
Loyer annuel perçu par l'investisseur	18 900 €	12 600 €	7 560 €
Montant donné aux héritiers	280 000 €	85 000 €	28 000 €
Montant conservé par le vendeur	165 500 €	104 000 €	53 000 €

Les perspectives de l'évolution future des prix de l'immobilier, essentiellement mais pas uniquement, montrent que le dispositif fonctionne dans la zone 1, qu'il est susceptible de fonctionner ou fonctionnera avec une garantie de l'Etat sur le TRI de l'investisseur dans la zone 2 et qu'il y a peu de chance qu'il fonctionne dans la zone 3.

### III. La liquéfaction : un choc pour la croissance

Nous discutons ici de la manière dont le modèle de liquéfaction proposé par la Chaire peut constituer un nouveau vecteur de croissance.

La monétisation du patrimoine immobilier des séniors a pour objectif de financer les dépenses de retraites (et donc de réduire la charge des actifs dans un système basé sur la

répartition), de prévoir l'éventualité de l'entrée en dépendance et de favoriser le transfert de cette liquéfaction du patrimoine en direction des jeunes générations.

Nous présentons donc que l'application de cette mesure aurait un impact macroéconomique qui prendrait au moins trois formes :

- La non-augmentation des cotisations des actifs pour financer la hausse des retraites et donc le maintien de leur pouvoir d'achat<sup>1</sup>.
- L'amortissement pour une large proportion de la population, du risque lié à l'entrée en dépendance<sup>2</sup>.
- La création d'un choc de demande et d'offre par le transfert d'un capital investissement pour les jeunes générations.

Notre ambition est, après avoir évalué la faisabilité et les conditions financières et socio-juridiques de mise en place de la liquéfaction<sup>3</sup>, d'évaluer son impact macroéconomique. L'objectif de cette note est donc de cibler les principaux bénéfices collatéraux de notre modèle.

Le but de cette mesure est de permettre aux séniors de léguer, de leur vivant à leurs enfants et surtout petits-enfants, des liquidités. Le gain est double puisqu'il y a donation défiscalisée d'une part et un transfert d'héritage survenant à un âge inférieur à ce que l'on observe aujourd'hui d'autre part. Par ailleurs, la totalité du capital reçu par le vendeur n'est pas consacré à la donation. En effet, une part relativement importante est conservée par le senior pour financer ses dépenses futures et se couvrir contre le risque de dépendance.

Cet outil serait d'autant plus efficace et utilisé s'il s'accompagnait d'une absence de droits sur la transmission à un niveau sensiblement plus élevé que les seuils actuels. De surcroît, par l'activité supplémentaire générée et les recettes de TVA correspondantes, l'Etat devrait plus que largement compenser la perte fiscale ainsi engendrée.

### *3.1. Le transfert intergénérationnel du capital liquéfié*

Dans un premier temps le transfert intergénérationnel des liquidités doit permettre un surcroît de croissance. En effet, puisqu'une majeure partie du capital est donnée aux générations plus jeunes, il y a un gain macroéconomique certain. Celui-ci peut prendre la forme d'un

---

<sup>1</sup> Voir aussi les travaux de la Chaire sur l'implémentation d'une épargne retraite complémentaire et obligatoire.

<sup>2</sup> Voir aussi les travaux de la Chaire sur la dépendance et l'instauration d'un partenariat public/privé de contrat d'assurance dépendance

<sup>3</sup> Nous renvoyons ici le lecteur à la conférence du 22 Mars sur la liquéfaction à la Caisse des Dépôts présentant les études de l'IEIF et d'Associés en Finance présentent sur le site de la Chaire : [tdte.fr](http://tdte.fr)

accroissement de la consommation et d'investissement dans l'économie. L'impact de ce point de vue est considérable et comparable aux répercussions d'une intervention de l'Etat : la hausse du pouvoir d'achat des héritiers se transmet dans l'économie au même titre et avec la même ampleur que des dépenses publiques bénéficiant du multiplicateur de dépenses.

D'une part nous avons donc un accroissement considérable du pouvoir d'achat des jeunes qui reçoivent les donations. Cette augmentation des liquidités disponibles pour des générations dont la consommation tend à s'accroître se traduit par un choc de demande dans l'économie, un vecteur essentiel de croissance. En outre, par effet multiplicateur, nous pouvons affirmer que la liquéfaction a un impact positif sur l'activité se généralisant à l'ensemble de la population. La donation sous-jacente au modèle de monétisation du patrimoine immobilier est aussi un moyen de pallier les difficultés rencontrées par les jeunes à se loger.

D'autre part, à moyen terme, les transferts de liquidité favorisent l'investissement (on se place du côté de l'offre). Nous nous plaçons ici du côté de l'offre : la liquéfaction constitue aussi un choc d'offre dans l'économie. Les jeunes générations sont les plus ambitieuses en termes de création d'entreprises et d'innovation. Par conséquent, le fait d'orienter vers elles les flux d'une épargne nouvelle permettra de dynamiser la croissance, de stimuler la compétitivité de l'économie et de créer de nouveaux emplois.

### *3.2. Un exemple d'impact macroéconomique des donations*

L. Arrondel et A. Masson proposaient en 2011 puis 2015, un modèle de taxation devant favoriser la mobilité intergénérationnelle du patrimoine. La liquéfaction du patrimoine immobilier s'inscrit dans cette optique également et doit donc, selon la logique des auteurs, se traduire par un impact positif sur l'activité et l'économie, sous plusieurs formes. En effet, elle doit favoriser le logement des jeunes générations et la création d'entreprises.

Si l'on s'intéresse aux probabilités d'acquisition d'un logement, elle est de 59,8% pour un ménage moyen. Cette même probabilité passe à 75% lorsqu'il y a eu donation et à 56,9 lorsqu'il n'y en a pas eu. En cas d'héritage, ces pourcentages sont respectivement de 67,3 et 56,9. On retient finalement que quelle que soit sa forme, la transmission patrimoniale favorise l'acquisition immobilière. Plus encore, les donations ont un impact positif plus élevé que l'héritage post-mortem.

Mais la donation entre vifs permet aussi de favoriser la création d'entreprises. Selon le *Survey Patrimoine 2004* de l'Insee et son exploitation par L. Arrondel et A. Masson, la probabilité de créer une entreprise passe de 4,1 à 6,5% lorsqu'il y eu donation. Un pourcentage

qui reste faible certes, mais qui augmente de plus de 50%. Par ailleurs, si l'on prend en compte les reprises d'entreprises, cette probabilité passe à 9,3%.

Ainsi en sachant que le patrimoine des seniors s'élève à 2 100<sup>1</sup> milliards d'euros, nous faisons l'hypothèse raisonnable que 105 milliards d'euros de logements pourraient faire l'objet d'une liquéfaction sur 8 ans. On estime que 50%<sup>2</sup> de ce capital est transféré aux jeunes générations. Or, 25%<sup>3</sup> de la population totale est âgée de plus de 60 ans, soit environ 16,5 millions de personnes. 58% d'entre elles sont propriétaires, soit 9,57 millions et avec un taux de natalité variant autour de 2% depuis les années 1960, nous estimons donc qu'au moins 19,14 millions de personnes âgées de 20 à 59 ans seraient concernées par des donations (soit 61,7% de cette classe d'âge). *In fine*, selon nos hypothèses, la liquéfaction du patrimoine immobilier devrait permettre un accroissement de la probabilité de création d'entreprise d'au moins 1,49 point de pourcentage.

Si ce résultat peut sembler fragile, en réalité il est considérable lorsque l'on s'intéresse aux conséquences en termes de créations d'emplois et de compétitivité. Pour étayer notre argument, voici un exemple plus concret : en 2016, l'INSEE comptabilise 554 000 entreprises créées<sup>4</sup>. Selon ce que nous avons exposé plus avant, la liquéfaction aurait permis d'en créer plus de 737 400, soit 183 400 de plus.

Enfin, il est à noter que nous n'avons vu ici qu'un seul des multiples aspects de la liquéfaction devant permettre un nouveau souffle pour la croissance et l'activité.

### *3.3. Un gain en terme de pouvoir d'achat des seniors*

Alors que l'évolution des pensions de retraites n'est plus indexée sur celle des salaires mais sur l'inflation, la liquéfaction doit permettre d'amortir certaines fractures et de créer un choc de consommation des personnes âgées.

En effet, le modèle de vente anticipée que nous proposons réinjecte du pouvoir d'achat dans l'économie ; et permet d'anticiper la survenance éventuelle de la dépendance. Dès lors la liquéfaction, en procurant à certains une nouvelle épargne, agit nécessairement en faveur d'un amortissement, même moindre, des peines rencontrées par notre système de retraite actuel.

De façon plus majeure, nous évoquons plus avant les gains en termes de pouvoir d'achat des jeunes que les transferts du patrimoine peuvent impliquer. En fait cet accroissement

---

<sup>1</sup> Associés en Finance, 2017

<sup>2</sup> Virage Viager (2017) : à partir de 200 000 euros, les seniors font une donation de 50% à leurs descendants

<sup>3</sup> INSEE - Tableaux de l'économie Française, Edition 2011 et 2016, pour les données du paragraphe.

<sup>4</sup> Bonnetête F. et Bignon N., *Les créations d'entreprises en 2016*, INSEE, Janvier 2017



du revenu disponible pour la consommation concerne également tous les seniors qui participeront au processus. En effet, sur un capital acquis de 100, une proportion non négligeable est conservée par le vendeur (entre 30 et 50% du total, en fonction de la valeur initiale du bien). Or, si une partie de cette épargne neuve est dédiée au paiement des loyers, une autre est consacrée aux dépenses quotidiennes. Cette remarque est d'autant plus pertinente que les seniors constituent une classe fortement consommatrice<sup>1</sup>. S'en suit le même mécanisme que celui exposé à la section 3.1 : les augmentations de dépenses de consommation agissent comme un accroissement du pouvoir d'achat collectif (par effet multiplicateur) et donc comme choc de demande dans l'ensemble de l'économie.

Notons que le cumul de ces deux aspects de la vente anticipée occupée (augmentation du pouvoir d'achat de la génération active agrégée et des seniors) doit stimuler l'offre et donc permettre la création d'emploi et l'accroissement de l'investissement.

### *3.4. La couverture contre le risque de dépendance*

Nous avons donc exposé le cercle vertueux vers lequel, toutes choses égales par ailleurs, la liquéfaction doit conduire l'économie française. Mais ça n'est pas le seul avantage que nous défendons. En effet, nous en avons déjà posé les prémisses, ce modèle est aussi supposé permettre de palier l'un des enjeux majeurs des prochaines décennies en termes de santé : le coût de la dépendance.

Nous savons aujourd'hui que l'augmentation de la durée de vie et du nombre de personnes entrant à la retraite n'a pas pour seul effet de perturber le système de retraite par répartition. Cela augmente également considérablement le coût global de la dépendance.

Le raisonnement est ici est le suivant : les seniors recourant à la monétisation de leur bien immobilier se donnent la possibilité de se constituer une épargne pouvant couvrir les dépenses de dépendance. Le gain macroéconomique est donc compris dans la diminution du reste à charge pour les familles des seniors entrant en dépendance ayant pris le soin de se constituer une épargne de précaution pour prévoir ce risque en liquéfiant leur patrimoine. A titre d'information, le coût de la dépendance en 2012 était déjà de 35 milliards d'euros dont 8 de reste à charge<sup>2</sup>. Les projections pour 2040 augmentent ce coût de 10 milliards d'euros supplémentaire, soit une augmentation de presque 30%. La part des personnes connaissant un

---

<sup>1</sup> Selon le Centre de Recherche pour l'Etude et l'Observation des Conditions de Vie, la consommation des seniors représente plus de 50% de la consommation de la population totale pour 9 secteur sur 13 en 2015. Pour plus de détail, consulter *Consommation et modes de vies*, CRÉDOC, 2010

<sup>2</sup> IRDES, 2016

état de dépendance avant leur décès devrait ainsi passer de 25% aujourd'hui à 36% en 2040. Mécaniquement, si les proportions restent inchangées d'ici cette échéance, le reste à charge passera à 10,125 milliards d'euros. Selon les études de la Chaire TDTE de 2014, le reste à charge est estimé à 692 euros par mois et au niveau individuel (en prenant en compte les bénéficiaires de l'APA uniquement). Plus précisément, la DRESS a calculé que le reste charge pour les personnes en institution est de 1468 euros en moyenne. Pour une personne atteinte de la maladie d'Alzheimer, cette somme passe de 570 euros à domicile à 2300 euros en institution.

Ainsi l'accentuation à venir du problème de dépendance aggravera ces chiffres si rien n'est fait. Sans prétendre que la liquéfaction règlera cet enjeu, nous sommes persuadés que cette proposition permettra de fortement y palier. En effet, tous les seniors participants à la liquéfaction se constitueront les ressources nécessaires à la prévision de ce risque.

## **Conclusion**

Le dispositif de liquéfaction proposé par la Chaire TDTE a été étudié sous l'angle de son attractivité pour l'investisseur et pour le ménage vendeur.

Tout particulièrement, il permet à un ménage de bénéficier d'un capital important avec une faible décote de la valeur du bien tout en restant dans les lieux, moyennant le versement d'un loyer. L'étude montre qu'une bonne partie de ce capital peut être transmise aux héritiers tout en conservant un capital suffisant pour faire face au risque futur de perte d'autonomie.

Il a été démontré que ce dispositif est tout à fait attractif sur la zone de l'Ile de France. Il le serait également sur la zone des grandes métropoles de province, moyennant une garantie de l'Etat sur la valeur du bien. Les conditions ne paraissent pas réunies pour une attractivité du dispositif dans la zone des villes moyennes et des milieux ruraux.

En favorisant les projets des héritiers (par exemple achat d'un logement ou projet entrepreneurial) et les dépenses liées à la perte d'autonomie, ce dispositif de liquéfaction est de nature à doper la future croissance économique.

## Annexes

### Modèle

*Le modèle suit les étapes suivantes :*

- Analyse des données historiques et des tendances de marché
- Découpage du territoire en zones, auxquelles sont affectés une évolution des prix de l'immobilier annuelle et un rendement locatif brut : pour les besoins de cette présentation, le territoire a été découpé en trois zones :

- . Paris et la proche banlieue, où les prix de l'immobilier sont attendus en hausse (+1,5% par an) et où les rendements locatifs bruts sont les plus bas (3,5%) ;

- . Une agglomération moyenne; où les prix de l'immobilier sont stables (+0% par an) mais où les rendements locatifs bruts sont plus élevés (+5%) ;

- . Les zones rurales, où les prix de l'immobilier sont attendus en légère baisse (-1,5% par an) et où les rendements locatifs bruts sont les plus élevés (7%).

- Une espérance de TRI est déterminée pour chaque zone en fonction du risque pris par l'investisseur : à chaque zone a été affectée une espérance de TRI de la part de l'investisseur, en fonction du risque. Cette espérance de TRI, qui correspond à un financement 100% en fonds propres, a été fixée à respectivement à 6%, 7% et 8% pour les trois zones discutées ci-dessus.

- La décote de cession est établie en fonction de l'espérance de TRI : pour atteindre ce TRI en fonction des paramètres d'évolution du prix de l'immobilier et de rendement locatif brut, une décote est concédée par les seniors sur la cession de leur bien immobilier. Pour les trois zones discutées ci-dessus, cette décote s'établit respectivement à -17,5%, -25% et -25%.

- Le montant transmis aux héritiers : une fois le prix de cession fixé, le montant donné aux héritiers est calculé afin que les seniors soient en mesure de subvenir à leurs besoins jusqu'à la fin de leur vie. Une partie des loyers peut être précomptée dans la décote de cession, ce qui a le désavantage d'introduire une notion de pari sur l'espérance de vie mais peut rendre certains cas encore plus attractifs.

- Un précompte total ou partiel des loyers peut également être considéré : le gain occasionné pour les héritiers est évalué par opportunité en considérant qu'ils utilisent la somme reçue pour un projet immobilier de mêmes caractéristiques ou qu'ils seraient restés locataires jusqu'à 35 ans puis auraient emprunté pendant 25 ans au taux de 3%.

### *Résultats selon quelques profils*

**Profil 1** - seniors parisiens quelques années avant leur retraite : un gain actualisé central de +126 000 €

Ce scénario considère un couple de séniors âgés de 60 et 55 ans, dont le revenu est fixé à 60 000 €, l'entrée en dépendance à 78 ans et l'espérance de vie à 84 ans pour la première personne et 45 000 €, 78 ans et 83 ans respectivement pour la deuxième personne. Ils disposent d'une résidence principale de 540 000 € et d'une épargne liquide qui s'élève à 60 000 €. Ils ont en outre 2 héritiers. Les autres hypothèses sont :

- Progression de l'immobilier : +1,5% ;
- Inflation globale : +1,5% ;
- Taux de rendement locatif brut : 3,5% ;
- Revenus en baisse de -20% à la retraite ;
- Multiplicateur de x2 (GIR 4) à x3 (GIR 1) des dépenses liées à la dépendance par rapport au montant d'APA ;
- Impôt sur revenu compte tenu du barème actuel (inflaté), sans enfant à charge ;
- Déduction d'impôt sur revenu jusqu'à 2 500 € au titre des dépenses liées à la dépendance ;
- Abattement de 100 000 € par enfant pour les héritages / donations.

Le dispositif doit proposer une rentabilité susceptible d'intéresser les investisseurs. Compte tenu du faible risque de vacance locative, elle a été fixée à 6%. Dans le cas présent, compte tenu des hypothèses de prix de l'immobilier et de rendement locatif, une décote de cession de -17,5% permet de tabler sur un TRI de 6,0%.

Dans ces conditions, le modèle génère un gain de 126 347 €. Les cas les plus extrêmes en jouant sur les sensibilités sont un gain de 94 235 € avec une décote de -27,5 et une progression de l'immobilier de 2,5% contre 153 030 € pour -7,5% et 0,5% respectivement pour les mêmes paramètres.

**Profil 2** - Seniors citadins quelques années avant leur retraite : un gain actualisé central de +20 000 €

Ce 2e scénario considère un couple de séniors toujours âgés de 60 et 55 ans, dont le revenu est fixé à 40 000 €, l'entrée en dépendance à 78 ans et l'espérance de vie à 84 ans pour la première personne et 78 ans et 83 ans respectivement pour la deuxième personne. Ils disposent d'une résidence principale de 252 000 € et d'une épargne liquide de 28 000 €. Ils ont aussi 2 héritiers. Les autres hypothèses sont :

- Progression de l'immobilier : +0% ;
- Inflation globale : +1,5% ;
- Taux de rendement locatif brut : 5% ;
- Revenus en baisse de -20% à la retraite ;
- Multiplicateur de x2 (GIR 4) à x3 (GIR 1) des dépenses liées à la dépendance par rapport au montant d'APA
- Impôt sur revenu compte tenu du barème actuel (inflaté), sans enfant à charge
- Déduction d'impôt sur revenu jusqu'à 2 500 € au titre des dépenses liées à la dépendance
- Abattement de 100 000 € par enfant pour les héritages / donations.

Compte tenu du faible risque de vacance locative, la rentabilité susceptible d'intéresser les investisseurs a été fixée à 7%. La décote de cession de -25% permet d'atteindre un TRI de 7,0%.

Le modèle génère ainsi un gain de 20 165 €. Les cas les plus extrêmes sont une perte de 24 371€ avec une décote de -35% et une progression de l'immobilier de 3% contre un gain de 41 974 € pour -15% et -3% respectivement pour les mêmes paramètres.

**Profil 3** - seniors en zone rurale quelques années avant leur retraite : un gain actualisé central de +7 000 €

Ce dernier scénario considère un couple de séniors âgés de 55 et 60 ans, dont le revenu est fixé à 24 000 €, l'entrée en dépendance à 78 ans et l'espérance de vie à 84 ans pour la première personne et 18 000 €, 78 ans et 83 ans respectivement pour la deuxième personne. Ils disposent d'une résidence principale de 108 000 € et d'une épargne liquide de 72 000 €. Ils ont 1 seul héritier. Les autres hypothèses sont :

- Progression de l'immobilier : -1,5% ;
- Inflation globale : +1,5% ;
- Taux de rendement locatif brut : 7% ;
- Revenus en baisse de -20% à la retraite ;
- Multiplicateur de x2 (GIR 4) à x3 (GIR 1) des dépenses liées à la dépendance par rapport au montant d'APA
- Impôt sur revenu compte tenu du barème actuel (inflaté), sans enfant à charge
- Déduction d'impôt sur revenu jusqu'à 2 500 € au titre des dépenses liées à la dépendance
- Abattement de 100 000 € par enfant pour les héritages / donations.

Compte tenu du faible risque de vacance locative, la rentabilité susceptible d'intéresser les investisseurs a été fixée à 8%. La décote de cession de -25% permet d'atteindre un TRI de 8,0%.

Le modèle génère ainsi un gain de 7 224 €. Les cas les plus extrêmes sont une perte de 6 859 € avec une décote de -35% et une progression de l'immobilier de 1,5% contre un gain de 13 896 € pour -15% et -4,5% respectivement pour les mêmes paramètres.

Les résultats pour le scénario central sont récapitulés dans le tableau ci-dessous :

	<b>Profil 1</b>	<b>Profil 2</b>	<b>Profil 3</b>
Valeur de la résidence principale	540 000 €	252 000 €	108 000 €
Décote de cession	-17,5%	-25,0%	-25,0%
TRI de l'investisseur équivalent à la décote	6,0%	7,0%	8,0%
Progression de l'immobilier	+1,5%	+0,0%	-1,5%
Inflation globale	+1,5%	+1,5%	+1,5%
Montant versé par l'investisseur	445 500 €	189 000 €	81 000 €
Loyer annuel perçu par l'investisseur	18 900 €	12 600 €	7 560 €
Montant donné aux héritiers	280 000 €	85 000 €	28 000 €
Montant conservé	165 500 €	104 000 €	53 000 €
<b>Gain actualisé sur la période</b>	<b>126 347 €</b>	<b>20 165 €</b>	<b>7 224 €</b>

## Bibliographie

Arrondel L. et Masson A., *Taxer les héritages pour accroître la mobilité du patrimoine entre les générations*, Revue française d'économie, 2011/2 Volume XXVI | p. 23 à 72

Bouzoulouk C., Guillaume E., *Quelles conditions financières, sociologiques et juridiques pour réussir la liquéfaction du patrimoine ?*, Rapport Virage Viager pour la Chaire Transitions Démographiques, Transitions Economiques, 2017

Charmion P., Jacquillat A., *Quelle faisabilité financière pour la liquéfaction du patrimoine immobilier des seniors ?*, Rapport Associés en Finance pour la Chaire Transitions Démographiques, Transitions Economiques, 2017

Dherbécourt C., *Peut-on éviter une société d'héritier ?*, France Stratégie, Janvier 2017

Dumont G-F., *Vulnérabilité à la dépendance et territoire*, Actes du XVI<sup>e</sup> colloque national de démographie, 2017

INSEE - Tableaux de l'économie Française, Edition 2011 et 2016

Fontaine R., *Quelle place pour la responsabilité individuelle dans la prise en charge financière du risque dépendance ?*, Chaire Transitions Démographiques, Transitions Economiques, Février 2014

Guedj B., Schoeffler P., *Quelle formes de véhicules pour l'allocation d'actifs immobiliers résidentiels et leur liquéfaction ?*, Rapport IEIF pour la Chaire Transitions Démographiques, Transitions Economiques, 2017

Hébel P. et Lehuédé F., *Consommation et modes de vies*, CRÉDOC, Mai 2010

Lautie S., Loones A., Rose N., *Le financement de la perte d'autonomie liée au vieillissement*, Cahier de recherche, CREDOC, Décembre 2011

Piketty T., *Le capital au XXI<sup>ème</sup> siècle*, Annexe du chapitre XI, Edition du seuil, 2013