# TRIBUNE LIBRE





Xavier Lépine Président de l'IEIF

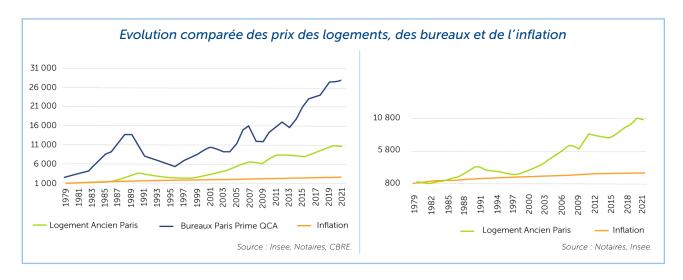
# Le logement, enjeu majeur de notre Société Dépasser le paradigme propriétaire - locataire

L'explosion des prix du logement dans les zones tendues, l'insuffisance chronique de constructions neuves, la croissance des inégalités, la nécessité impérieuse de répondre aux défis environnementaux (l'immobilier est un des principal facteur d'émission de CO2), la dégradation des parcs locatifs et plus généralement de la qualité des logements produits (cf rapport de l'IDHEAL)... au total l'échec des politiques menées depuis des décennies nécessite de repenser en profondeur notre rapport au Logement alors que nous sommes confrontés à des évolutions démographiques et sociologiques majeures et aux conséquences macro-économiques de la mondialisation (et plus récemment de la crise sanitaire mondiale). Bien devenu rare, et donc déjà beaucoup trop cher, alors qu'il est en même temps indispensable, la réponse ne peut pas être uniquement abordée sous l'angle de produire plus pour satisfaire la demande, mais d'associer en même temps les banques et les investisseurs institutionnels en repensant en profondeur leur mode d'intervention et les relations qui unissent les particuliers et les « institutionnels ». Des solutions existent, spécialement dans cet environnement où le coût de l'argent à long terme est très bas et est donc à même de financer les biens dont l'intensité capitalistique est très élevée et dont la durée de vie est très longue, bien au-delà de celle des particuliers qui les occupent. Ces solutions, qui ont la particularité d'être rentables pour toutes les parties prenantes, sont possibles et doivent être développées à l'échelle industrielle ; elles requièrent de la part des parties prenantes une véritable volonté d'innover dans le monde de l'immobilier et de son financement où les innovations financières sont largement absentes en dehors de la sphère du logement social riche en innovations ... et subventions. Il est temps de remettre le logement dans la catégorie des actifs d'efficacité économique et non plus de rareté afin qu'il soit accessible durablement et pour tous! Faute de quoi la prochaine crise frumentaire pourrait bien être celle du logement.

Aujourd'hui nul ne doute que la hausse du prix du logement dans les zones tendues accroit en profondeur les inégalités qu'elles soient territoriales, sociales ou générationnelles. Force également est de constater que les politiques du logement menées depuis des décennies n'ont pas réussi à contrecarrer cette tendance qui s'est encore maintenue la dernière décennie.

	Inflation	Résidentiel Paris	Bureau Paris
1980 – 90	72 %	201 %	374 %
1990 – 2000	20 %	-8 %	-39 %
2000 – 2010	18 %	135 %	40 %
2010 - juin 2021	13 %	71 %	135 %
janvier 1980 à juin 2021	176 %	1020 %	851 %

Source : Insee / Notaires / CBRE.



				Moyenne annuelle		
Mandature	Inflation	Résidentiel Paris	Bureau Prime Paris QCA	Inflation	Résidentiel Paris	Bureau Prime Paris QCA
<b>Mitterand</b> (14 ans : mai 1981 - mai 1995)	85 %	169 %	106 %	6,1 %	12,1 %	7,6 %
<b>Chirac</b> (14 ans : mai 1995 - mai 2007)	21 %	122 %	170 %	1,5 %	8,7 %	12,1 %
<b>Sarkosy</b> (5 ans : mai 2007 - mai 2012)	9 %	40 %	-13 %	1,8 %	8,0 %	-2,7 %
Hollande (5 ans : mai 2012 - mai 2017)	3 %	4 %	59 %	0,5 %	0,7 %	11,8 %
<b>Macron</b> (4 ans : mai 2017 - juin 2021)	5 %	24 %	18 %	1,2 %	6,0 %	4,6 %
	100 %	972 %	808 %			

Source : IEIF, d'après sources multiples.

Cette réalité partagée par la grande majorité des pays occidentaux est fondamentalement liée à des facteurs économiques et sociétaux in fine largement indépendants des politiques gouvernementales : croissance démographique, métropolisation, rareté du foncier, allongement de la durée de la vie, évolution de la composition familiale, baisse des taux d'intérêts, allongement de la durée des crédits sans oublier l'impact puissant de la mondialisation. Cette dernière a provoqué deux facteurs inflationnistes puissants et très largement en dehors du pouvoir des gouvernements : une création monétaire dans les pays occidentaux largement supérieure à la croissance du PIB, l'excès de création monétaire allant « se mettre » dans les actifs (financiers et immobiliers) et également l'impact des « ultra riches » acquérant dans les villes attractives avec un effet inflationniste viral sur l'ensemble du marché. Paris intra-muros, qui est parmi les 10 villes les plus denses au monde, n'est pas la France, mais syncrétise toutes ces problématiques, perd chaque année des habitants (donc théoriquement moins de demande) par effet d'éviction des classes moyennes alors que les prix continuent d'augmenter.

	Prix du m²	.,	
	1980	2018	X
Paris	950	9 580	10,1
New York	3 300	14 600	4,4
Londres	1 160	13 020	11,2

Source : CGDD SOes/Sit@del2.

Au total, un prix des logements parisiens multiplié par 10 en 40 ans alors que l'inflation générale des prix (et donc partiellement des salaires) n'a été multipliée que par 2 ... avec les conséquences sur la croissance des inégalités de toutes natures qui en résultent, et cela alors même que cet effet richesse est en parti subjectif (la personne qui a acheté 100 m² en 1980 pour 100.000 € qui vaut aujourd'hui 1 M€ n'a toujours que 100 m²; aucun capital tangible n'a été créée et sauf à partir ailleurs pour plus petit cette richesse ne lui procure aucun rendement tout en augmentant les inégalités de patrimoine).

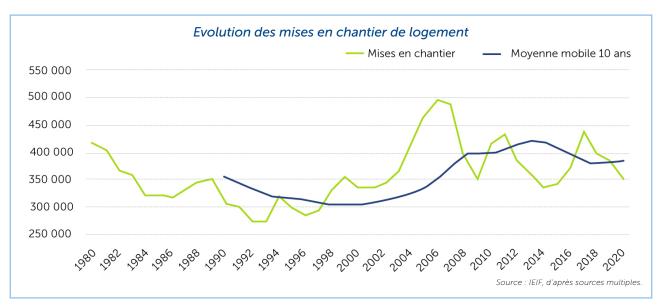
Les conséquences négatives de cette situation sont multiples et notamment un cercle vicieux sur la production même de logements et cela au-delà de l'analyse souvent décriée de la mauvaise volonté de certaines municipalités à octroyer des permis de construire.

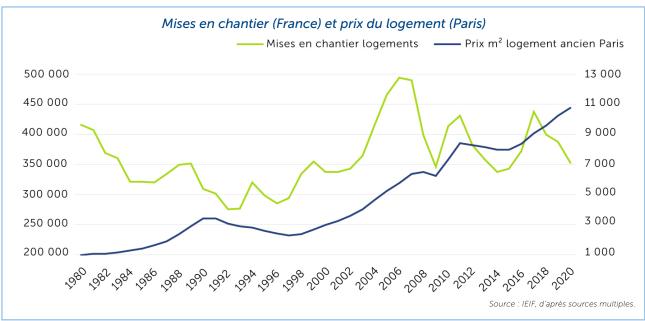
La résultante est connue : la France comprend 30 millions de résidences principales et il est souvent estimé qu'il faudrait construire 500.000 logements, soit 1,67 % du stock existant ; nombre qui correspondrait à 1 % pour faire face à l'obsolescence du parc actuel, et le solde à l'accroissement de la population (naissance, allongement de la durée de la vie, immigration) et du mode de vie (divorces...). Dans les faits sur 20 dernières années, la moyenne des mises en chantier est de 390.000 logements et la tendance long terme ne s'est pas améliorée depuis la crise de 2008, augmentant ainsi la pénurie de logements avec le cercle vicieux sur l'augmentation

des prix et la qualité dégradée du parc (y compris environnementale) qui en résulte.

Concrètement, sur les 35 dernières années, la population française est passée de 54 à 67 Millions, soit une croissance annuelle de 0,65 %, et, bien que le nombre de résidences principales soit passé de 20 à 30 Millions, soit un rythme de croissance annuelle de 1,1 % (net de ceux détruits), on estime généralement le déficit de stock de logements autour de 1,5 millions. On peut donc estimer qu'il aurait fallu une hausse annuelle moyenne de 1,35 % (net des démolitions/reconstructions).

La relation entre la hausse des prix (si l'on prend les prix du m² parisien comme indicateur de la tendance du marché) et les mises en chantiers est à priori faible et pourrait même être interprétée comme un élément favorisant la construction.





La hausse des prix, très largement supérieure à la hausse des revenus et donc des loyers, a entrainé une forte baisse de la rentabilité du logement qui en l'espace de 40 ans est passé d'un actif d'efficacité économique comme le sont l'immobilier tertiaire, les actions ou les obligations à un actif de rareté, alors même qu'il est indispensable... cette situation a conduit massivement les institutionnels à céder leurs actifs résidentiels ... et à ne plus investir dans la production de logements et parallèlement l'Etat à augmenter ses subventions.

## La France est ainsi l'un des très rares pays occidentaux à ne pas avoir de foncière (significative) dédiée au logement « privé ».

Le nombre de logements construits a ainsi augmenté de 45 % depuis 1984, alors qu'il aurait fallu augmenter de 57 %, dont une augmentation de 62 % du nombre de propriétaires alors que le nombre de logements loués n'a augmenté que de 30 %.

La croissance moyenne annuelle de logements achetés a ainsi augmenté de 1,40 % alors que celle des logements loués n'a été que de 0,35 % avec, rappelons-le, un besoin de l'ordre de 1,35 % pour l'ensemble des logements.

Au-delà de l'engouement pour la pierre des Français, il est clair que c'est l'insuffisance de logements locatifs qui pose aujourd'hui problème.

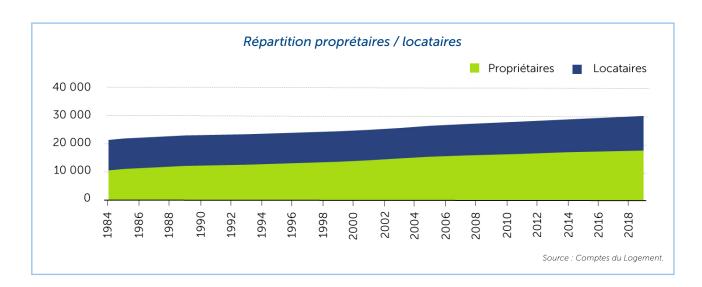
#### Rendement net

	Résidentiel Paris	Bureau Paris Prime QCA
1980	5,5 %	5,6 %
1990	2,8 %	5,0 %
2000	4,2 %	6,3 %
2010	2,7 %	5,2 %
2020	2,0 %	2,8 %
juin-21	2,0 %	2,7 %

Source : IEIF, d'après sources multiples.

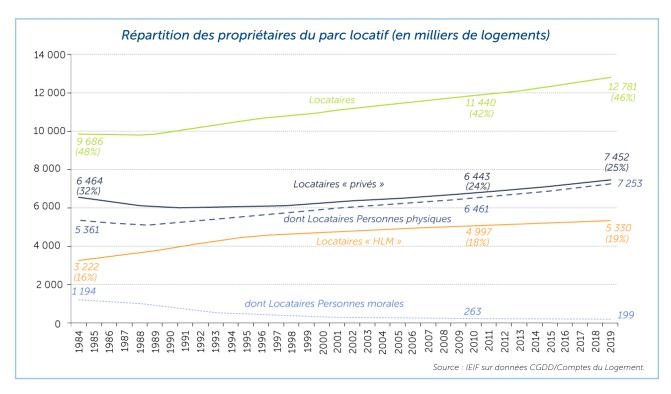
Concrètement pour pallier la sortie des institutionnels et favoriser le logement locatif, les gouvernements successifs ont favorisé d'une part le développement de logements sociaux et d'autre part ont subventionné fiscalement des particuliers pour les inciter à investir dans un actif qui n'était plus intrinsèquement rentable (par le loyer) ; de la loi Périssol à la loi Pinel.

On observe une hausse de 62 % des logements sociaux en 35 ans (soit une hausse annuelle de 1,43 %), nombre tout à fait comparable à celui de l'augmentation du nombre de propriétaires, une croissance beaucoup plus faible des logements locatifs détenus par des personnes physiques (+35 %, soit 0,85 %) et une baisse de 83 % des logements « privés » (soit 1 million de logements), détenus par des personnes morales (cf infra).



Nbre logements	Propriétaires	Locataires	Total	Propriétaires	Locataires	Nbre hab/log
1984	10 725	9 840	20 565	52,2 %	47,8 %	2,63
2019	17 321	12 781	30 103	57,5 %	42,5 %	2,23
Augmentation	62 %	30 %	46 %			

Source: Comptes du Logement.



La résultante de ces politiques se traduit par des déséquilibres sur tous les tableaux :

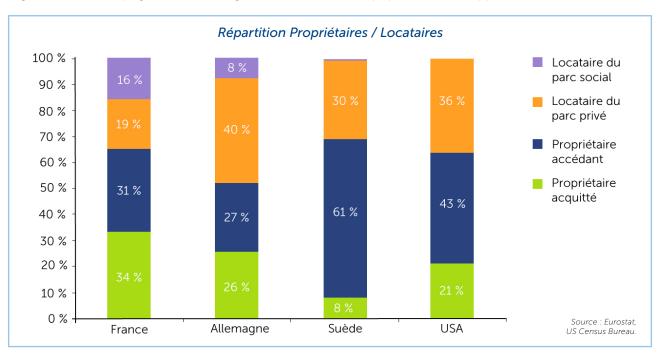
- des logements devenus inabordables à l'acquisition pour les classes moyennes dans les zones tendues,
- 2. des rendements locatifs peu attractifs qui n'incitent pas spontanément les investisseurs à s'investir dans cette classe d'actif,
- 3. un taux de propriétaires élevé,
- 4. un pourcentage de logements sociaux élevé,

Nbre logements (000)	1984	2019	Delta
Locataires "HLM"	3 285	5 330	62 %
Locataires "Privés"	6 555	7 452	14 %
dont Locataires	5 361	7 253	35 %
Personnes physiques			
dont Locataires	1 194	199	-83 %
Personnes morales			
Total	9 840	12 781	30 %

Source : IEIF sur données CGDD/Comptes du Logement.

Et pour autant une insuffisance chronique de logements accompagnée d'une dégradation des

conditions de logement pour une partie croissante de la population (cf Rapport IDHEAL août 2021).



Si à l'évidence, il faut créer un véritable choc de l'offre pour faire repartir une croissance durable de la construction de logements, sujet sur lequel travaille la Commission Rebsamen afin de lever les nombreux blocages actuels concernant notamment la délivrance des Permis de Construire, il est tout aussi nécessaire d'améliorer le fonctionnement du marché du logement.

La majorité des mesures qui ont été prises depuis plusieurs décennies ont manifestement échoué à construire un marché résidentiel efficient et imaginer qu'il suffirait d'augmenter la production de logements pour résoudre cette problématique me semble illusoire.

Avant d'aborder des pistes pour sortir de cette impasse, rappelons également que cette situation a également des répercussions très négatives sur l'ensemble de l'économie française. L'OCDE l'a rappelé dans de nombreuses études, I = S (l'investissement, expost, est égal à S – Savings l'épargne), et de fait une surallocation de l'épargne dans l'immobilier pénalise la compétitivité des entreprises. Cette situation est encore plus préoccupante quand cette épargne immobilière ne va pas dans la production de logements mais sur des logements existants.

Concrètement avec une épargne des ménages égale à 5,5 fois le PIB (en 2015), la France est dans le peloton de tête des pays les plus riches... sauf que 60 % de cette épargne est consacrée à l'acquisition de son logement et comme le prix de ce dernier ne cesse d'augmenter, l'épargne non immobilière est le plus souvent de moins en risquée car réalisée en anticipation d'une acquisition immobilière future. La

hausse des prix de l'immobilier créé un sentiment de richesse supplémentaire alors qu'en fait aucune richesse n'a été produite, si ce n'est une croissance des inégalités entre ceux qui en possèdent et ceux qui n'en possèdent pas. L'épargne financière, déjà faible du fait de la cherté de l'immobilier, est donc investie avec très peu de risques et ne créé donc pas l'effet multiplicateur sur la croissance qui est réalisé lorsque l'épargne est investie dans l'investissement productif.

#### Pistes de réflexions :

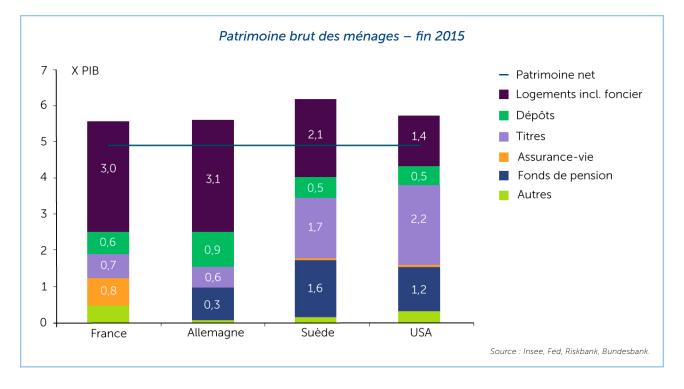
A mon sens, en parallèle des mesures prises pour la relance durable de la construction de logements deux pistes d'ingénierie financières doivent être étudiées :

# 1 - Dans le logement privé, une voie alternative entre la location et la pleine propriété.

Une forte baisse des prix permettrait bien évidemment de solvabiliser beaucoup de ménages mais quel serait l'investisseur ou le promoteur qui aurait envie de produire des logements pour les vendre à perte? Quel serait l'impact macro-économique sur la consommation des ménages s'ils voient leur patrimoine perdre 20 ou 30 % de sa valeur? Le plus

Patrimoine des Français	
Contrat Euro, livrets A et assimilés	14 %
Epargne financière	6 %
Immobilier	60 %
Patrimoine professionnel	10 %
Résiduel	10 %

Source : Insee, 2018



important pour une relance durable de la construction est d'améliorer le fonctionnement du marché en faisant revenir le logement dans la catégorie actif réel d'efficacité économique. Compte tenu des niveaux actuels des prix et des loyers qui excluent toute hausse significative pour répondre à une situation déjà inacceptable pour la majorité des classes moyennes (et spécialement pour les familles avec enfants), deux approches peuvent se développer :

- sans avoir recours à des subventions publiques : des systèmes hybrides de propriétés co-investissement variable dans le temps (modèle développé par Acqer) ou emphytéose à 50 ans sur le modèle de la flexi-propriété qui permettent de rendre solvable la demande en permettant l'acquisition temporaire ou partielle de son logement pour un coût comparable à un loyer et avec un rendement attractif, de type actif d'efficacité, pour des co-investisseurs institutionnels. Des véhicules (foncières ou fonds) dédiés de promotion et de détention seraient développés par des investisseurs institutionnels voire ultérieurement pour le grand public au même titre que les fonds
- de transformation de bureaux en logements qui commencent à être détenus en support d'unité de compte par les particuliers. L'acheteur particulier évidemment ne bénéficie pas, mais ne prend pas non plus le risque, de la totalité du rendement de l'immobilier mais il peut se loger et se constituer une épargne sur une fraction de son logement et l'institutionnel a un rendement « normal » d'actif d'efficacité économique et cela sans avoir à spéculer sur la hausse des prix.
- Une approche par le financement bancaire : inspirons-nous des systèmes bancaires Suédois, Suisse ou Hollandais, des prêts partiellement perpétuels (ou partiellement in fine) afin de rendre supportable la charge de remboursement du crédit par les ménages. L'emprunteur rembourse la moitié du crédit sur 25 ans (en principal et intérêts) et l'autre moitié lorsque le bien est vendu (voire lors du décès), la charge supportée par l'emprunteur étant réduite aux seuls intérêts pendant la deuxième période, ce qui correspond souvent à la retraite de l'emprunteur. Au terme de 25 ans la banque est largement couverte par

1. Prix d'un logement	250 000			
Loyer mensuel payé par le locataire	625	3 %		
Revenu du locataire	2 200			
Charge mensuelle	28 % de son revenu			
2. Emprunt	225 000	90 %		
Taux assurance incluse	1,50 %	3 %		
Durée	25 ans			
Remboursement mensuel	900			
Charge mensuelle	41 % de son revenu			
3. Emphytéose à 50 ans				
Prix du même logment	175 000			
Emprunt	157 500			
Taux assurance incluse	1,50 %			
Durée	25 ans			
Remboursement mensuel	630			
Charge mensuelle	29 % de son revenu			
Epargne si cession 10 ans plus tard	26 456	26 456		
soit	35 % des remboursement mensuels			
4. Prêt partiellement perpétuel	225 000			
Emprunt n°1 remboursé sur 20 ans	112 500	50 %		
Taux d'assurance incluse	1,5 %			
Durée	25 ans			
Remboursement mensuel	450			
Emprunt n°2 perpétuel	112 500			
Taux d'assurance incluse	2,50 %			
Intérêts mensuels	234			
Total coût mensuel	684 pendant 25 ans			
Total coût mensuel	234 au-delà des 25 ans			
Charge mensuelle pendant 25 ans	31 % en % de son revenu			

la valeur de l'hypothèque qui ne porte que sur la moitié du bien. La quotité remboursée sur 25 ans, dans l'exemple ci-dessous 50 %, est fixée lors de la mise en place du prêt par les autorités de contrôle bancaires afin de limiter le risque inflationniste du dispositif.

### 2 - Un refinancement partiel du stock actuel détenu par les seniors via le Prêt Viager Hypothécaire

On l'a vu, le patrimoine immobilier des Français est essentiellement investi et donc stérilisé dans l'immobilier résidentiel (3 fois le PIB). Le rendre partiellement liquide aurait un double impact bénéfique : macro-économiquement les liquidités ainsi libérées seraient réintégrées dans le système économique (consommation et/ou transmission anticipée aux héritiers) et, au niveau du senior, des disponibilités lui permettraient d'améliorer considérablement sa vieillesse sans pour autant léser ses héritiers au-delà de ce qu'il dépenserait lui-même.

Les seniors sont de très loin les plus gros détenteurs d'actifs immobiliers et cela d'autant plus qu'ils ont pu constituer leur patrimoine à des périodes où il était financièrement accessible pour un grand nombre de ménages. Riche d'un patrimoine qui s'est valorisé dans le temps (cf supra), ce patrimoine est stérilisé et n'est générateur d'aucune richesse commune ni même de revenu pour son propriétaire qui l'occupe. Le Prêt Viager Hypothécaire instauré par la loi en 2006 autorise l'emprunt sur une fraction de la valeur de ce patrimoine avec son remboursement lors du décès de l'emprunteur, le prêteur étant garanti par l'hypothèque sur ce bien et les intérêts étant généralement payés par l'emprunteur pendant la durée du prêt. Nombre de seniors, notamment les veuves, ont un revenu modeste alors même qu'elles ont un patrimoine immobilier (sur les 9 % de parisiens qui vivent en dessous du seuil de pauvreté la moitié d'entre eux sont propriétaires). Moins traumatisant qu'un viager qui prive les héritiers de la succession, le Prêt Viager Hypothécaire est donc une véritable réponse d'impact social et économique.

Autorisé en 2006, c'est-à-dire 2 ans avant la crise des « *subprimes* », et en l'absence d'un marché hypothécaire actif, le Prêt Viager Hypothécaire n'a été mis en place que par le Crédit Foncier, de façon très modeste (800 M€ d'encours), n'a pas été

réellement commercialisé, et à des conditions de taux d'intérêt très élevées qui sont quasi-dissuasives du montage.

#### En conclusion,

Pour ces montages il est donc impératif d'associer les établissements financiers, les assets managers et les institutionnels à la réflexion sachant que les premiers sont, à la différence des anglo-saxons, généralement réfractaires à l'idée de prêter sur la valeur des biens (prêt partiellement perpétuel et prêt viager hypothécaire) et que le marché hypothécaire est de fait atone en France et nécessiterait donc d'être revitalisé.

Sans avoir aucune prétention sur le caractère exhaustif de ces solutions qui ont notamment comme mérite de ne pas nécessiter de modifications législatives ni de subventions publiques, il est cependant clair que l'objectif recherché qui consiste à améliorer le fonctionnement du marché du logement aujourd'hui caramélisé par le niveau record des prix de vente et l'insuffisance de la délivrance des Permis de Construire, nécessite forcément une réflexion sur l'ingénierie financière, ce qui est facilité par l'existence actuelle de taux d'intérêt longs proches de 1%.

C'est le moment ou jamais de financer ou de refinancer des actifs qui ont une intensité capitalistique très élevée, une durée de vie très longue et donc dont la principale limite est de rembourser le capital emprunté. L'intermédiation et l'ingénierie financière entre des agents économiques qui ont une durée de vie limitée et des revenus en forte baisse à partir de la retraite peuvent rencontrer les besoins des institutionnels qui ont un horizon de temps indéfini et sont principalement intéressés par le rendement des actifs et non pas à retrouver des capitaux qu'ils doivent de toute façon ensuite reprêter ou réinvestir.

Les approches proposées, purement financières, ont toutes un fort impact social positif tout en étant consubstantiellement rentables pour toutes les parties. C'est la magie des taux d'intérêt très bas, le coût du capital étant quasi-nul.

Nous serions collectivement coupables de ne pas y réfléchir, faute de quoi la prochaine grande crise sociale pourrait bien venir du logement!

	Inflation	Prix m² logement ancien Paris	Variation annuelle	Prix m² bureau Prime Paris QCA	Variation annuelle
1979		815	amacae	3 064	umacke
1980	13,7 %	953	17 %	2 912	-5 %
1981	14,0 %	1 054	11 %	3 247	12 %
1982	9,6 %	1 070	2 %	4 116	27 %
1983	9,3 %	1 159	8 %	4 924	20 %
1984	6,7 %	1 258	9 %	6 632	35 %
1985	4,7 %	1 425	13 %	8 537	29 %
1986	2,1 %	1 626	14 %	9 086	6 %
1987	3,1 %	1 892	16 %	10 976	21 %
1988	3,1 %	2 375	26 %	13 416	22 %
1989	3,6 %	2 873	21 %	13 797	3 %
1990	3,3 %	3 423	19 %	11 434	-17 %
1991	3,0 %	3 415	0 %	8 385	-27 %
1992	2,0 %	3 052	-11 %	7 622	-9 %
1993	2,1 %	2 863	-6 %	6 860	-10 %
1994	1,6 %	2 778	-3 %	6 555	-4%
1995	2,0 %	2 561	-8 %	5 946	-9 %
1996	1,8 %	2 399	-6 %	5 488	-8 %
1997	1,1 %	2 273	-5 %	6 860	25 %
1998	0,2 %	2 358	4 %	7 622	11 %
1999	1,3 %	2 656	13 %	8 385	10 %
2000	1,6 %	2 977	12 %	9 147	9 %
2001	1,4 %	3 235	9 %	10 365	13 %
2002	2,3 %	3 590	11 %	9 755	-6 %
2003	2,2 %	4 016	12 %	9 170	-6 %
2004	2,1 %	4 606	15 %	9 440	3 %
2005	1,5 %	5 250	14 %	11 000	17 %
2006	1,5 %	5 759	10 %	14 682	33 %
2007	2,6 %	6 360	10 %	16 034	9 %
2008	1,0 %	6 500	2 %	12 143	-24 %
2009	0,9 %	6 250	-4 %	11 769	-3 %
2010	1,8 %	7 330	17 %	14 316	22 %
2011	2,5 %	8 390	14 %	15 678	10 %
2012	1,3 %	8 260	-2 %	16 600	6 %
2013	0,7 %	8 140	-1 %	15 800	-5 %
2014	0,1 %	7 960	-2 %	17 227	9 %
2015	0,2 %	7 980	0 %	20 923	21 %
2016	0,6 %	8 360	5 %	22 950	10 %
2017	1,2 %	9 060	8 %	23 517	2 %
2018	1,6 %	9 570	6 %	24 083	2 %
2019	1,5 %	10 210	7 %	27 355	14 %
2020	0,0 %	10 770	5 %	27 321	0 %
juin-21	1,3 %	10 670	-1 %	27 704	1 %

Source : IEIF, d'après sources multiples.