



Xavier Lépine
Président, IEIF ;
Président, Paris-Île
de France Capitale
Économique ;
Président Fondateur,
Neopropro.

L'IMMOBILIER FACE AUX DÉFIS ANTHROPOLOGIQUES. CE N'EST PAS EN AMÉLIORANT LA BOUGIE QUE L'ON A INVENTÉ L'ÉLECTRICITÉ

En avril dernier, Mme Valérie Létard, alors Ministre du logement, nous confiait, à Nadia Bouyer – Directrice Générale d'Action Logement – et moi-même la mission de proposer des modèles économiques facilitant la **transformation de bureaux obsolètes en logements**. Cette mission, outre qu'elle m'honore, a été pour moi la source de nombreuses interrogations qui vont bien au-delà du sujet que nous avons à traiter.

Comment une activité parmi les plus réglementées qui existent, dont le moins que l'on puisse dire est que les besoins en bureaux comme en logements sont fortement prévisibles (démographie, sociologie...) a-t-elle pu déboucher sur une situation où 9 millions de m² sont déjà vides, et d'ici 10 ans, ce sont 15 millions de m² qui le seront, sans compter les éventuelles cessions de l'immobilier de l'Etat, alors même que la crise du logement, sous toutes ses formes (prix, taux d'effort, quantité produite, location comme accession) ne fait qu'augmenter ? Comment notre organisation sociale, politique, économique et financière peut-elle produire une telle inefficience ? Comment le logement qui était pendant les 40 années post 1945 le facteur de réduction des inégalités sociales est-il devenu l'un des plus forts marqueurs d'inégalités sociales et intergénérationnelles ? Comment en est-on arrivé en 2015 à construire en Ile de France l'équivalent de 44 m² de bureaux pour chaque emploi créé ? Comment en est-on arrivé à avoir des taux de vacance de bureaux de 30 % à Saint Ouen comme à Saint-Denis dont une partie significative de bureaux neufs ? Comment en est-on arrivé à ce qu'une des premières puissances mondiales en termes de PIB par habitant ait 70 % de sa population éligible au logement social alors que le ratio devrait être l'inverse, même si la mixité sociale est totalement indispensable au « bien vivre ensemble » (il ne faut pas confondre, le parcours résidentiel, et le nécessaire continuum de la mixité sociale avec le fait d'être financièrement éligible au logement social du fait du coût du logement libre) ?

Comme disait Paul Krugman, ***It Is Difficult to Get a Man to Understand Something When His Salary Depends Upon His Not Understanding It!***

Est-ce la faute des municipalités qui auraient un intérêt politique et économique plus important à autoriser la construction de bureaux plutôt que celle de logements ? Des promoteurs qui dans le modèle VEFA – BEFA trouvaient des investisseurs (foncières, SCPI, OPCI) ne se préoccupant pas de qui allait occuper tous ces bureaux (les existants comme ceux qui seront construits) ? Des taux d'intérêt trop bas alors que les prix de l'immobilier n'arrêtaient pas de monter ? Des effets de bords du Grenelle de l'environnement et des lois climat et résilience qui ont attiré les capitaux sur les nouvelles constructions tertiaires plutôt que sur l'existant où les investissements n'étaient considérés au mieux que comme un moyen de protéger le capital ? Des politiques publiques

nationales ou locales de soutien au logement insuffisantes ou inadaptées (feu Pinel, encadrement des loyers, statut du bailleur privé), conduisant à sortir le logement de l'allocation d'actifs des institutionnels car le logement n'est plus un actif d'efficacité économique, sans pour autant résoudre structurellement le problème ?

Plus j'observe la stratégie actuelle des différentes parties prenantes, plus je m'aperçois comme dans beaucoup de domaines, que la polarité sur les extrêmes bat là également son plein... Je m'interroge sur ce que nous avons compris de cette crise protéiforme et je m'inquiète pour le futur proche comme lointain de l'immobilier... qui représente en même temps la première dépense des ménages et 62 % de la richesse des Français, et singulièrement le logement, ce besoin primaire pour habiter, développer sa famille et s'épanouir.

Qui va gagner le combat entre le maintien voire l'augmentation des inégalités liées au logement et les contraintes, réduction du droit de propriété, taxations confiscatoires, qui se traduisent par un désintérêt croissant des investisseurs pour le logement, alors que l'on en manque ?

How many times can a man turn his head pretending he just doesn't see ? (blowin' in the wind) – Bob Dylan

Les prix des loyers de bureaux dans Paris intra-muros crèvent les plafonds, les hôtels de luxe affichent des taux d'occupation supérieurs à 97 % et c'est la fête dans le mercato de l'acquisition avec des chambres valorisées à 1 M€ ... alors que la Mairie de Paris, comme d'autres villes, non seulement n'a plus tellement de choix autre que d'encadrer les loyers résidentiels, mais aussi réduit tous les ans un peu plus le droit de propriété jusqu'à considérer que l'immobilier est un bien commun de main morte comme sous l'Ancien régime (le communisme remplace le seigneur), provoquant par la même l'augmentation de la baisse de l'offre locative qu'elle déplore !

Peut-on sérieusement penser que Paris, la ville monde aux 2 millions d'habitants d'une surface de 100 km², occupée à la fois par les plus prestigieux bureaux, commerces, hôtels et une minorité de riches et d'ultra-riches ne s'effondrera pas si elle est entourée de 10 millions d'habitants dont une large partie a des difficultés à se loger et des bureaux souvent vides, parfois neufs, qui ne trouvent pas de preneurs à bail au tiers du prix parisien ?

Quand ferons-nous en sorte qu'habiter ou travailler dans beaucoup de banlieues ne soit plus considéré comme une relégation ?

Peut-on tout aussi sérieusement penser que des capitaux privés comme institutionnels vont massivement s'investir dans l'immobilier résidentiel quand les perspectives de rendement locatif sont de plus en plus faibles, que sa fiscalité instable et le droit de propriété sont devenus un enjeu politique pitoyable qui n'a d'égal que l'incompétence de certains ?

Comment peut-on critiquer la loi Kasbarian sur les squatteurs dont on se demande comment on a pu arriver à devoir légiférer pour que le propriétaire récupère son bien alors que sur une voiture, la question ne se poserait pas ? A l'inverse comment Philippe Juvin, pourtant député de droite, peut-il raisonnablement penser que donner gratuitement à son locataire le logement social qu'il aura loué pendant 20 ans aurait un sens aussi bien sur le plan de l'équité que de la pérennité même du logement social ? ... seriously ?

Faute d'évolution des modèles économiques, c'est la décadence de notre société au détriment de tous qui se met actuellement en place à bas bruit.

Apporter des réponses, aurait dû commencer par s'interroger sur la notion de temps : l'immobilier, ce serait du long terme. L'immobilier locatif serait l'idéal pour se protéger de l'inflation : un actif réel générant des loyers perpétuels indexés sur l'inflation (formule de Gordon-Shapiro) ... sauf que c'est largement faux. Le rendement qu'il va générer dépend de la permanence d'un locataire, du prix qu'il peut payer et de l'environnement juridique et fiscal. Les investisseurs, y compris personnes physiques, se sont ainsi rués sur des fonds *evergreen*, les SCPI, sans réaliser l'impermanence de ces facteurs et le réveil a été brutal en 2022.

A l'opposé, les entreprises qui fabriquent des biens dont le coût est très élevé pour l'utilisateur ont adapté leur modèle économique : du jour où le prix de l'automobile a dépassé 6 mois de salaire, les établissements financiers des constructeurs de voitures puis les banques à réseaux ont proposé du leasing aux particuliers (aujourd'hui 1 voiture neuve sur 2) ; de même pour le smartphone qui est pratiquement toujours commercialisé avec un abonnement.

Mais l'écosystème de l'immobilier, de par son organisation économique, politique et sociale n'a pas évolué dans son modèle économique et n'a pas l'air de vouloir le faire. Il préfère toujours attendre son salut de l'Etat ... quitte à ce que le refus de sortir de cet immobilisme se fasse à son propre détriment et plus globalement celui de la France.

Les immeubles tertiaires sont préférablement loués via des baux fermes à 9 ans... cela sécurise l'investisseur comme le locataire... cela fait très années 80 des grandes entreprises, époque de la financiarisation de l'immobilier de bureaux liée à la tertiarisation des économies. Mais quelles sont aujourd'hui les ETI, les PME, les start-up qui ont une visibilité sur leur besoin en bureaux sur une période aussi longue ? Alors que les mesures d'accompagnement, jusqu'à 3 ou 4 ans de franchise de loyers foisonnent, l'immeuble est toujours valorisé sur le loyer facial et non pas économique... ou alors en co-working à des prix souvent hors sol au titre de services qui sont tout sauf indispensables. Tout plutôt que de s'adapter au réel besoin d'une grande partie des entreprises.

Quant au logement, on est resté à la saison 1 de Netflix : locataire ou propriétaire, soit « tu payes un loyer à fonds perdu », soit « si tu y arrives financièrement, tu es propriétaire » ; ce qui est devenu quasi impossible pour le plus grand nombre, s'il n'est pas déjà propriétaire. Cela pousse les municipalités à encadrer les loyers avec le cercle vicieux qui va avec : moindre rentabilité locative, sortie des institutionnels du logement remplacé par des particuliers qui doutent, la pénurie et les coûts de construction continuent d'entretenir parallèlement des prix inabornables, des besoins supplémentaires de logements sociaux... et *in fine* un « CSP - » loue son logement à un « CSP + » qui lui, si tout se passe bien, s'enrichit en remboursant son crédit et le tout est subventionné par l'Etat ... le pire étant qu'en l'absence de changement de modèle économique, il n'y a pas d'autre issue sauf à socialiser totalement le logement... ce qui aurait un coût encore plus élevé ! Il est temps de relire les articles 2 et 17 de la Déclaration des droits de l'Homme sur le droit de propriété !

La réponse a consisté à remplacer les investisseurs institutionnels par des personnes privées : « préparez votre retraite en achetant un 2^{ème} logement, le loyer perçu vous permet de rembourser partiellement votre crédit pendant votre période d'activité puis à la retraite, vous aurez un complément de revenu. Et pour vous inciter à le faire, vous avez un avantage fiscal (donc un coût pour la collectivité) ».

Et l'on se retrouve 30 ans plus tard dans la situation suivante (source Insee 2023) :

Nombre de résidences principales	31 000 000	100,0 %
logements sociaux	5 400 000	17,4 %
propriétaires occupants	17 600 00	56,8 %
locataires du parc libre institutionnel	140 000	0,5 %
locataires du parc personnes privées	6 960 000	22,5 %
autres (gratuit...)	900 000	2,9 %

Près de 7 millions de foyers locataires de personnes privées. Sachant qu'il n'y a que 1,2 millions de Français qui ont un patrimoine supérieur à 1 M€, il est dès lors logique que beaucoup de personnes privées possèdent plus de 5 logements locatifs... ce qui à l'évidence augmente les inégalités et est irritant pour beaucoup ... d'où l'impôt... qui va finir par tuer l'impôt.

De fait, cette industrie n'a pas fait l'effort de s'interroger sur le besoin réel des particuliers et donc de l'adaptation nécessaire de son modèle économique : un besoin de flexibilité pour le particulier de plus en plus fort : mobilité professionnelle, divorce, recomposition familiale, héritage tardif le cas échéant... et ne pas verser un loyer à fonds perdu quand ce dernier représente plus du quart de son revenu. Après un enfant tu campes, deux enfants tu décampes, la réponse est désormais : zéro enfant !

Historiquement, les crises pétrolières des années 70 nous ont amené à faire évoluer en profondeur notre modèle économique : pas de pétrole, des idées, ce qui s'est traduit par plus d'usines, des bureaux... et *in fine* la financiarisation de l'immobilier économique - bureaux, puis commerces, hôtellerie, entrepôts et aujourd'hui les data centers et les résidences gérées -. Le modèle économique fonctionne à plein régime, toutes les parties prenantes précitées y trouvent leur compte. Les utilisateurs ne sont plus les propriétaires et ces derniers trouvent dans cette classe d'actif (relativement nouvelle), la promesse idéale d'un actif réel dont les revenus, optimisés fiscalement, seront éternels et indexés sur l'inflation (formule de Gordon-Shapiro initialement créée sur la valeur des actions – actualisation des dividendes à l'infini, appliquée aux loyers de l'immobilier).

¹ Article 2. Le but de toute association politique est la conservation des droits naturels et imprescriptibles de l'homme. Ces droits sont la liberté, la propriété, la sûreté, et la résistance à l'oppression.
Article 17. La propriété étant un droit inviolable et sacré, nul ne peut en être privé, si ce n'est lorsque la nécessité publique, légalement constatée, l'exige évidemment, et sous la condition d'une juste et préalable indemnité.

Le taux d'actualisation retenu étant le taux des emprunts d'Etat majoré d'une prime de risque censée représenter le coût de l'illiquidité, le risque de vacance locative, les *capex* à venir, la volatilité du taux des emprunts de l'Etat. Manifestement autant de paramètres qui ont été oubliés, plus le temps passait.

Symétriquement inverse, le logement est avant tout privilégié pour sa valeur d'usage par les particuliers et acheter « coûte que coûte » son logement reste un objectif naturel – loyer à fonds perdus, épargner en remboursant son crédit, ne pas plus avoir de loyer à payer à la retraite...- poussant les prix à hausse. Les prix montant beaucoup plus vite que les loyers, d'autant plus que la seule solution pour les municipalités n'est bien souvent que de les encadrer, le logement devient **un actif de plus-value**. **N'étant plus un actif d'efficacité économique**, les institutionnels le fuit, la production est insuffisante et le cercle vicieux s'installe et s'auto-réalise pour de multiples facteurs plus ou moins indépendants les uns des autres.

Facteurs « sociologiques » : l'allongement sans précédent de la durée de la vie : âge moyen du décès en 1970 est de 69 ans pour les hommes et 76 pour les femmes, contre 79 ans aujourd'hui pour les hommes et 85 ans pour les femmes. Les décohabitations (40 000 divorces en 1970 contre 230 000 ruptures officialisées aujourd'hui, et qui ne tiennent donc pas compte des ruptures d'unions libres). La mobilité professionnelle a considérablement augmenté notamment avant l'âge de 40 ans (tous les 2 ans en moyenne pour les moins de 30 ans, 6 ans pour la tranche d'âge 30-40 ans). Enfin l'impact des 30 glorieuses sur le nombre de résidences secondaires (de 600 000 en 1970 à 3,4 millions aujourd'hui).

Facteurs économiques : une inflation des coûts de construction très supérieure à celle de l'inflation générale des prix. Depuis 1990, l'indice des coûts de construction a augmenté de 30 % de plus que celui des prix à la consommation (source Insee). A ce coût lié inéluctablement au caractère non délocalisable de la production s'ajoute évidemment celui de la rareté du foncier qui en 1990 représentait 15 à 20 % du prix total contre 35 à 45 % aujourd'hui.

Facteur financier : bien évidemment l'augmentation de la durée des prêts (de 15 à 25 ans) dans un contexte de baisse des taux d'intérêt a également été un puissant facteur d'augmentation générale des prix et d'endettement des ménages : en 1990, 550 000 prêts octroyés pour 45 Mrds d'euros

(soit 82 K en moyenne par emprunteur), en 2000, 750 000 prêts pour 80 Mrds (110 K€ en moyenne), en 2020, 1 150 000 prêts pour 235 Mrds € (en moyenne 205 K€).

Au total, la France utilise toujours les deux mêmes énormes marteaux – la fiscalité et le déficit – qui font que tous les problèmes ressemblent à des clous.

Après un long cycle économique de Kondratieff, nous avons amorcé **un changement anthropologique** qui impacte en profondeur l'immobilier et plus largement la ville et l'urbain, sans pour autant modifier nos modèles économiques, ce qui n'est plus tenable.

Les transitions démographiques liées à l'allongement de la durée de la vie et l'inversement progressif de la pyramide des âges (pour la première fois dans l'Histoire, il y a en France plus de personnes de plus de 60 ans que de moins de 20 ans), l'accélération de la digitalisation et l'impact de l'Intelligence Artificielle sur le nombre d'emplois et le télétravail, la transformation des attentes sociétales que ce soit le rapport au travail ou l'évolution des compositions familiales, la transition environnementale et son coût, l'évolution de la mondialisation et la géopolitique qui affaiblissent l'Europe, et enfin les conséquences des déséquilibres financiers accumulés depuis la première crise pétrolière ... autant de mouvements tectoniques qui n'en sont qu'à leur commencement et ne pourront pas être gérés uniquement par les mêmes méthodes.

Le coefficient de Gini, qui mesure les inégalités de revenus, en période de forte croissance avait chuté de 0,35 à 0,25 entre les années 50 et 80 reflétant la baisse des inégalités et l'avènement de la classe moyenne. Avant impact de la redistribution, et dans le cadre d'une croissance économique faible, il serait remonté aujourd'hui à 0,45 mais grâce au modèle social français, sa remontée est très modérée à 0,29, situation non pérenne car au prix d'un surendettement qui ne peut qu'augmenter vu la pyramide d'âge.

De fait, avant redistribution, l'écart de revenus entre les 20 % des ménages le plus riches et les plus pauvres est de x8, il chute à x4 après impôt et redistribution (source Insee). Au prix d'une fiscalité très élevée, de déficits budgétaires et d'un endettement public très important.

Si la redistribution est efficace sur les écarts de revenus, elle est par contre inefficace sur les écarts

de patrimoine qui ont singulièrement augmenté. Les 20 % les plus pauvres affichent un patrimoine médian de 4 000€ contre 1,6 M€ pour les 20 % les plus riches, l'écart provenant pour l'essentiel de l'immobilier et de l'envolée de son prix. Pour autant, la surface de leurs biens n'a pas augmenté et tout impôt, notamment sur la détention ou la transmission est dès lors perçu comme confiscatoire.

Evidemment la tentation de la vieille recette, taxer le patrimoine et les revenus du patrimoine notamment immobilier, est utilisée à foison... et résoudra encore moins le problème avec l'augmentation de la proportion de retraités qui auront de moins en moins de revenus pour payer ces taxes et cette redistribution.

Il en est de même pour une extension significative des modèles d'acquisition type BRS dont le coût total pour la collectivité serait juste insupportable et créerait une injustice supplémentaire pour ceux qui ne seraient pas dans le système.

De même, il est illusoire de penser qu'avec une population active proportionnellement de plus en plus réduite, la croissance économique permettra de résoudre les multiples problématiques accumulées et singulièrement celles du logement.

Il s'agit donc, comme ce fut le cas des grandes évolutions du XX^{ème} siècle sur le logement, d'adapter notre système financier à ces évolutions.

L'immobilier est en même l'une des causes mais il peut aussi être l'une des solutions qui puisse infléchir positivement la situation des Français.

There is a crack in everything, That's how the light gets in – Leonard Cohen

Comment financer les travaux nécessaires à la mitigation et l'adaptation de millions de logements, comment financer les services dont auront de plus en plus en plus besoin les seniors au fil des années, comment permettre aux futurs héritiers d'acquérir leur logement à l'âge où ils en ont besoin ? la réponse est à l'évidence **une monétisation partielle des 3 800 milliards € d'immobilier détenus par les seniors via des prêts avancés mutations** à l'instar de nombreux pays, dont l'Angleterre où 10 % d'une classe d'âge monétise une fraction de son patrimoine tant par souci de ne pas peser sur les finances publiques que de faciliter l'acquisition par leurs enfants de leurs logements. Evidemment cela permet également à l'Etat de focaliser son aide sur ceux qui ne sont pas en situation de bénéficier d'un héritage futur. Soyons réaliste, le travail payait plus que le capital pendant très longtemps et cela

d'autant plus qu'une partie de cette situation provient de la hausse de l'immobilier et non pas de gains de productivité ; ce n'est plus le cas aujourd'hui et il faut donc en monétiser une fraction de ce patrimoine virtuel plutôt que de taxer encore plus les revenus du travail ou du capital. De manière ultime, la monétisation de cette fraction de son patrimoine devrait pouvoir également se faire sous forme de « rente » - tirage sur son crédit hypothécaire venant compléter sa retraite mensuelle.

Comment permettre aux centaines de milliers d'exclus de l'acquisition de leur logement de rentrer dans un parcours résidentiel de propriétaire sans peser plus sur les finances publiques ? La réponse est évidente, puisque le logement n'est plus financièrement abordable en pleine propriété, que son prix de construction va continuer de monter, le rendre abordable sans coût, **c'est forcément partager avec un tiers co-investisseur la propriété** : permettre d'acquérir son logement pour une durée limitée de 25 ans (sachant que la réalité est qu'en zone tendue, la durée de détention est inférieure à 10 ans) pour un coût comparable à un loyer. Avoir toutes les caractéristiques de la propriété : être chez soi, épargner en remboursant un crédit, participer à une partie de la plus-value éventuelle. Parallèlement redonner à **l'investisseur institutionnel** qui co-investit un rendement normal pour de l'immobilier sans les inconvénients d'avoir des locataires. Evidemment d'autres modèles peuvent co-exister, ce qui est essentiel c'est l'intervention d'un tiers investisseur qui permet de rendre abordable le logement et cela sans coût pour la collectivité et un partage équitable des risques et rendements. C'est ce qu'on fait les constructeurs automobiles avec le leasing lorsque les prix des voitures ont dépassé 6 mois de salaires et cela alors même qu'une voiture perd l'essentiel de sa valeur assez rapidement, alors que ce n'est pas le cas pour l'immobilier.

Il est temps que l'industrie du financement de l'immobilier (promoteurs, investisseurs, banques, assureurs, Etat...) s'adapte à ces mutations profondes et durables et réinventent leurs modalités d'interventions. Le changement anthropologique est en cours depuis plusieurs années et c'est déjà traduit par une crise de l'offre et de la demande de logement, la sortie de cette crise ne se fera que par une adaptation de nos modèles économiques.

The Times They Are a-Changin' – Bob Dylan

Xavier LÉPINE,
Décembre 2025.