



Xavier Lépine
Président,
IEIF

Comment passer d'une économie d'abondance à une économie contrainte ?

Le cas singulier de l'immobilier

Si le malthusianisme a idéologiquement rencontré son public à la fin du XVIII^e siècle, le capitalisme repose sur l'idée d'une abondance éternelle où le gâteau ne fait que croître et le chacun pour soi n'est pas un problème car d'une certaine manière il y en aura pour tous.

Sans entrer dans le débat sur la répartition de la valeur entre le travail et le capital, on peut toutefois constater que depuis 40 ans, la rémunération du capital représentée par l'indice MSCI Monde Dividendes Inclus Réinvestis a été multipliée par 50 (1 000 € investi en 1980 valent 50 000 €) alors que le SMIC n'a été multiplié que par un peu plus de 5.

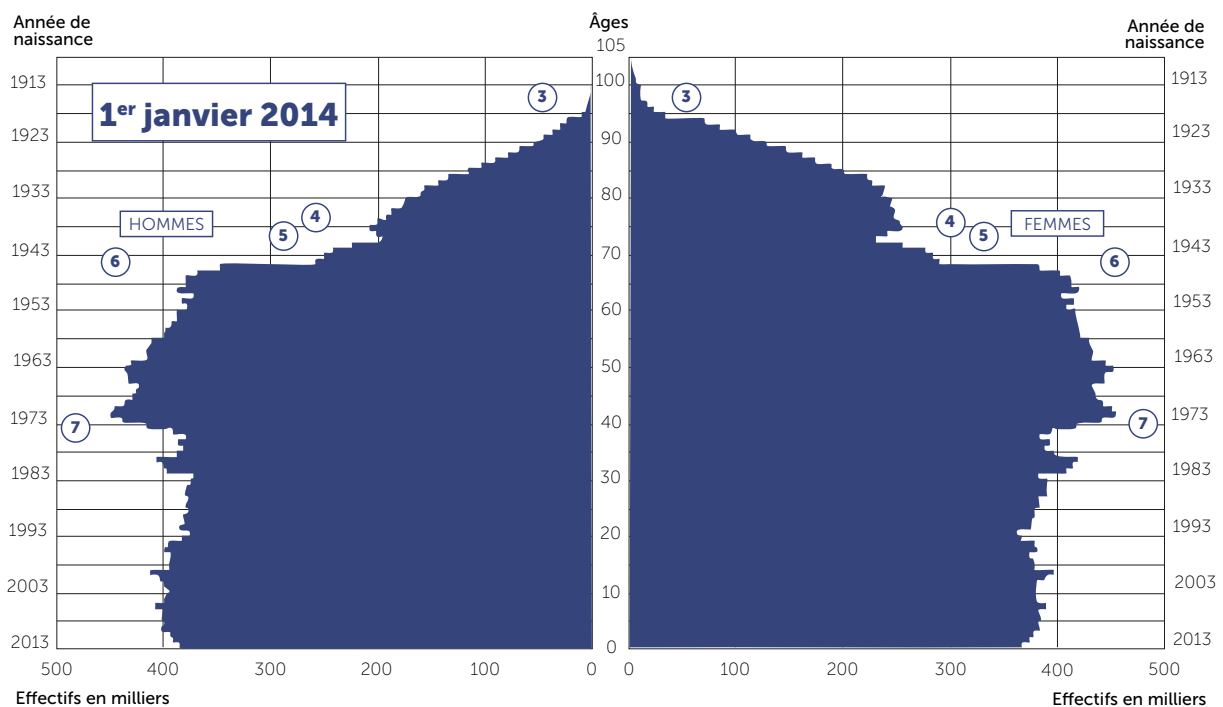
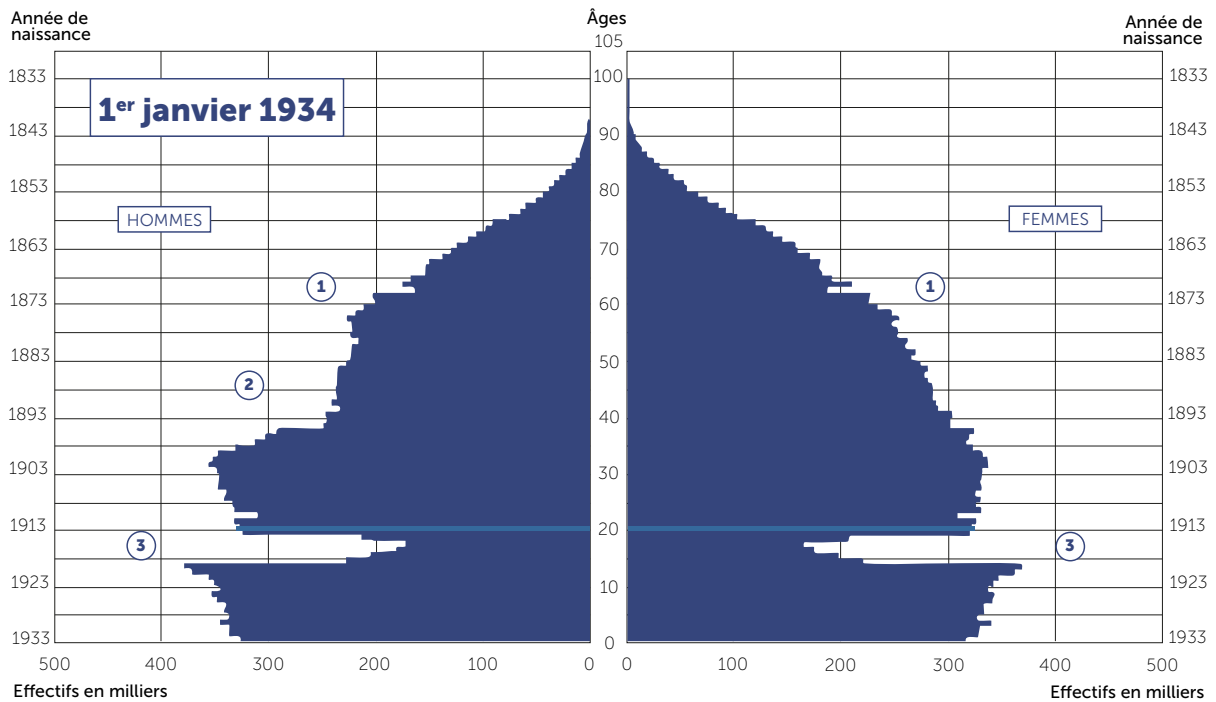
Si l'on admet que nous entrons dans une nouvelle ère où l'économie est plus contrainte, la question du Modèle Social va être au cœur du débat politique comme économique. D'une part par les limites de la planète (depuis le 1^{er} août, jour du dépassement, nous consommons plus de la planète que ce qu'elle génère). D'autre part, au sein même des pays développés, par l'insoutenabilité croissante des inégalités de la répartition de la valeur entre agents économique et le surendettement des Etats (singulièrement la France) qui en résulte.

Parmi ces nouvelles contraintes, sous une forme très différente de celle évoquée par Malthus (le taux élevé de fécondité), la question démographique est aussi centrale que celle environnementale : l'allongement de la durée de la vie (en 1970, on décédait en moyenne à 72 ans en France). D'une certaine manière, c'est la question centrale pour la France : le coût du système de santé dans une société vieillissante, le système de retraite (le rapport entre nombre d'actifs et inactifs), le pacte social avec les migrants qui viennent travailler et vivre en France, et bien évidemment la transmission du patrimoine puisque que l'on hérite maintenant à près de 60 ans...

Et, bien évidemment la question de la forme urbaine du XXI^e siècle est au cœur de la réflexion !

On parle beaucoup de réparer la ville, mais la question est de s'interroger sur ce que nous attendons de la ville au XXI^e siècle. En 1933, sous l'impulsion de Le Corbusier, la charte d'Athènes a défini la ville du XX^e siècle comme devant être fonctionnelle en conceptualisant la notion de zonage et d'urbanisme : des quartiers pour travailler, d'autres pour commercer, pour se cultiver, pour se divertir, pour dormir...

90 ans plus tard notre population a augmenté de 70 % et la forme urbaine actuelle de la ville n'est plus adaptée ni à notre pyramide d'âge, ni à l'évolution de nos modes de travail dans une économie largement tertiaisée et digitalisée ; ni même à nos modes de commerce et plus généralement nos modes de vie.

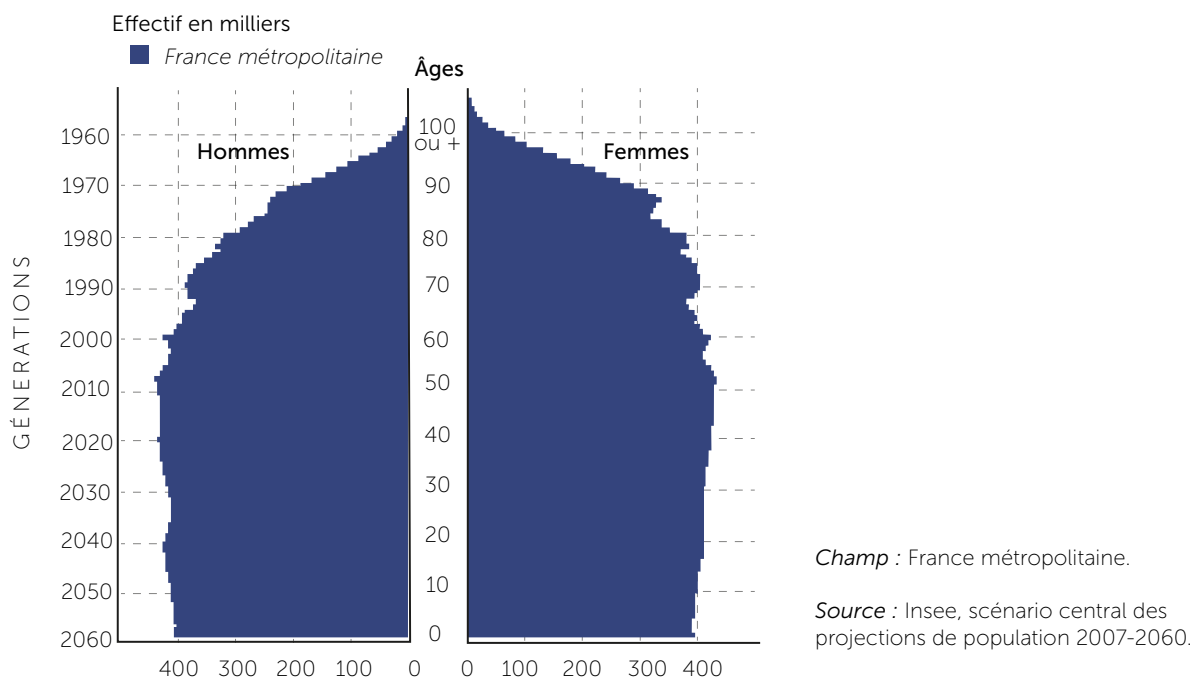


- ① Déficit de naissances dû à la guerre de 1870
- ② Pertes militaires de la guerre de 1914-1918
- ③ Déficit de naissances dû à la guerre de 1914-1918 (classes creuses)
- ④ Passage des classes creuses à l'âge de fécondité
- ⑤ Déficit de naissances dû à la guerre de 1939-1945
- ⑥ Début du baby-boom
- ⑦ Fin du baby-boom

Note : — génération des personnes nées en 1913, qui a moins d'un an au 1^{er} janvier 1914, et 20, 40, 60, 80 et 100 ans respectivement aux 1^{er} janvier 1934, 1954, 1974, 1994 et 2014

Source : Insee

Pyramide des âges en 2060



Qu'attendons-nous de la Ville, si ce n'est des aménités qui correspondent à nos besoins : travailler à proximité - même si le télétravail résout partiellement la question de la distance - l'éducation des enfants, l'accès à la santé, ne pas être trop éloignés de sa famille car les parents vivent longtemps (problématique croissante des salariés aidants), l'accès aux loisirs et à la culture (cf la pyramide des âges), commercer - même si l'e-commerce a bousculé la notion de proximité... Et évidemment de faire face en même temps aux conséquences des dérèglements climatiques.

Notre système économique et « politique » au sens réglementation permet-il d'évoluer vers cette nouvelle conception de la ville. Continue-t-on dans le même modèle au risque que les inégalités croissantes d'une économie sous contraintes fassent « péter » le système ou repense-t-on le modèle et auquel cas, lequel est acceptable par toutes les parties prenantes ?

Evidemment une réponse « obligée » de partage des richesses est envisageable mais le moins que l'on puisse dire c'est que nous n'en prenons pas le chemin aussi bien mondialement qu'au niveau de chaque pays, la nouvelle économie, y compris l'IA, accroissant les inégalités de revenus et de patrimoine entre les mondialisateurs et les mondialisés.

Dans beaucoup de domaines d'activités, les évolutions technologiques font basculer le modèle économique et permettent ainsi les évolutions. Pour simplifier, le passage d'une économie de la propriété à celle de l'usage qui permet de démultiplier le produit/service rendu tout en réduisant les intrants unitaires : on n'achète plus de DVD, on a un abonnement Netflix... et le distributeur devient un des principaux producteurs de contenus ; on n'achète plus de CD... et l'industrie musicale change radicalement, le concert, qui ne servait qu'à promouvoir la vente des disques, est devenu le produit dont la promotion a été faite par la diffusion gratuite de la musique.

Dans l'écosystème de l'immobilier l'intensité capitalistique et le rôle des « politiques » sont tels qu'il est resté hermétique à toute évolution significative, hors domaine social, et la question se pose donc de son évolution. De simples innovations incrémentales feront-elles le job, l'immobilier serait-il l'exception (qui confirmerait la règle) d'un secteur qui pourrait ne pas évoluer ou au contraire des innovations de ruptures (et non pas incrémentales) sont nécessaires ?

Le cas de l'immobilier commercial

Le système politique, administratif et fiscal est organisé pour produire cette ville fonctionnelle et du tertiaire : la taxe sur les bureaux fait vivre

les collectivités locales alors que les logements coûtent, les plans locaux d'urbanisme et les permis de construire se complexifient de plus en plus, le changement de destination (bureaux vers logement) est quasiment impossible... alors même qu'il y a déjà plus de 5 millions de m² de bureaux vides dans la métropole du Grand Paris, il y a actuellement 1,9 millions de m² carrés de nouveaux bureaux en cours de construction... et une pénurie de logements.

« On n'a pas de pétrole mais on a des idées » s'est traduit par « on n'a plus d'usine mais on a des bureaux. »

L'immobilier commercial (bureaux, commerce, hôtellerie) est devenu une classe d'actif attirant les investisseurs institutionnels comme les particuliers (à travers les SPCI) depuis une cinquantaine d'années avec la naissance de la tertiarisation de l'économie. Les investisseurs ont vite compris l'intérêt de cette classe d'actif : des loyers récurrents, une indexation sur l'inflation, une prime de risque par rapport au taux sans risque de référence (en France l'OAT, emprunt d'Etat à 10 ans).

Le modèle économique de cet actif réel sans gain de productivité (car 1 m² reste 1 m²) est très simple : la valeur d'échange (le prix d'acquisition) est égal aux loyers futurs calculés à l'infini et actualisés au taux sans risque majoré d'une prime de risque sensée refléter l'illiquidité, la localisation, le risque d'obsolescence, le risque locatif (les baux étant conclus pour des périodes de 3, 6 ou 9 ans qui ne peuvent être rompues par les parties... autrement dit un *cash-flow* prévisible).

Cette méthode est de fait appliquée par tous les acteurs : promoteurs, acquéreurs, investisseurs, évaluateurs / commissaires aux comptes, banques, y compris les municipalités...

Et l'on voit aujourd'hui ses limites : plus les taux d'intérêt sont bas, plus l'attrait pour l'actif tertiaire augmente. Une méthode pro-cyclique : l'afflux de capitaux entraîne une baisse concomitante des primes de risque alors que le risque est toujours le même, voire il augmente. Les risques sont minorés, oubliés...

Au total depuis des décennies, profitant de politiques monétaires hétérodoxes, les investisseurs augmentent leurs investissements, souvent avec un effet de levier et in fine au pire moment car les risques se matérialisent : l'obsolescence fonctionnelle ou normative, l'impact pourtant annoncé du dérèglement climatique, le télétravail, des actifs de plus en plus coûteux (high tech...), une ville non adaptée à la pyramide des âges et son évolution... Et on peut légitimement s'interroger si

le bureau ne vit pas la fin d'un cycle de Kondratiev provoqué par l'éclatement de la bulle des taux d'intérêt à zéro puis leur brusque remontée... le bureau à tout prix n'aura peut-être duré que 50 ans !

La réalité de l'intention c'est l'acte ! (Hegel)

Ce qui m'interpelle c'est que pour autant l'écosystème ne s'interroge pas plus sur son modèle : les prix ont baissé de 20 à 90% (pour les immeubles obsolètes et mal localisés) ce qui signifie que le modèle d'évaluation était loin d'être efficient mais maintenant que les prix ont baissé, ils réinvestissent de la même manière ; on complète le rendement locatif quand il est trop faible par la facturation de services supplémentaires alors que le loyer est déjà le deuxième poste de dépenses pour un grand nombre d'entreprises... plus curieux encore, on va investir dans des classes d'actifs immobilières alternatives : soit géographiquement, soit par fonction sans réelle analyse des besoins durables : data center, logistique (quid des impacts technologiques futurs sur des actifs qui ne peuvent pas être reconvertis), voire résidences étudiantes sans regarder la courbe de natalité et donc les besoins dans 20 ans.

Le modèle est malheureusement toujours le même : l'actualisation des loyers futurs à l'infini... Alors même que le discours des acteurs se focalise sur la régénération urbaine qui leur a révélé cette même erreur de raisonnement. Réparer la ville est effectivement très présent ... dans le discours !

Le Logement

On le sait maintenant, l'écosystème du logement a conduit à une crise structurelle : le logement est beaucoup trop cher pour être achetable par les classes moyennes, et les loyers beaucoup trop faibles, sans compter les coûts de gestion et les contraintes des baux d'habitation trop fortes, pour être achetés par des investisseurs rationnels et non subventionnés.

A la différence de l'immobilier commercial, le logement est en bas de la pyramide de Maslow et pour autant les modèles financiers ne valorisent pas cette rareté. Le processus d'investissement de l'éco-système immobilier reposant exclusivement sur l'actualisation des loyers futurs, c'est-à-dire sans tenir compte de l'évolution de la valeur future du bien, dans une logique de cette optimisation financière, le logement ne peut donc pas être retenu par les investisseurs, sauf à être subventionné.

Cette irrationalité a conduit à l'explosion de la bulle spéculative sur l'immobilier tertiaire et la crise

structurelle du logement.

Se pose dès lors la question de la sortie de crise sur le plan strictement financier : faut-il continuer de répondre par une extension sans fin du logement social, une socialisation en bien commun du logement, une économie de la production du logement quasi-administrée puisque subventionnée, contraindre et surtaxer les propriétaires, ou au contraire s'interroger sur des évolutions de rupture des modèles qui régissent nos économies à bout de souffle ?

Ces innovations de rupture requièrent nécessairement de repenser le modèle d'évaluation de l'immobilier non pas uniquement en fonction des critères usuellement utilisés qui ont montré leurs limites mais également d'anticipations réalistes de la performance future en capital des différents actifs immobiliers.

L'innovation de rupture dans le logement, hors du champ social et donc de la subvention, est très rare et sur les 80 dernières années, j'en distingue deux : la création des crédits immobiliers à taux fixe dans les années 50 qui a permis de développer la France de propriétaires et, en 1967, la création de la Vente en l'Etat Futur d'Achèvement (VEFA) qui a permis de répondre à l'explosion de la demande de logements conséquence 20 ans plus tard du baby-boom (en sus du million de rapatriés d'Algérie).

A la différence des innovations dans la plupart des secteurs d'activités, ces deux innovations majeures ne sont pas le fait du secteur privé mais bien à l'initiative de la puissance publique. Pour autant ce n'est pas à la puissance publique de résoudre la crise à coût de subvention ; les investisseurs institutionnels ont un rôle majeur à jouer pour financer de nouveaux modèles en revoyant les leurs qui les ont conduit à sur investir dans le bureau depuis longtemps et sous investir dans le logement et le rôle de l'Etat est de faciliter, inciter, accompagner ce passage.

A mon sens l'immobilier, et singulièrement le logement porte en lui-même ses solutions et c'est peut-être pour cela qu'il a besoin de l'Etat pour se révolutionner.

Très concrètement, le vieillissement de la population conjugué à la cherté du logement et l'absence de fonds de pension en France, conduit naturellement à considérer le logement comme un fonds de pension actuellement stérilisé et sans rendement. Les 3 500 milliards d'euros d'immobilier « coincés » dans les générations des plus de 65 ans très majoritairement propriétaires de leur logement

doit être partiellement et raisonnablement rendu liquide pour financer le coût du vieillissement de la population, l'adaptation nécessaire de leurs logements et la transmission d'une fraction de leur patrimoine, sous une forme numéraire, aux générations suivantes pour leur permettre d'avoir l'apport aujourd'hui nécessaire pour acquérir le leur.

Une fois de plus, c'est notre réalité démographique et la richesse est là, disponible, sous nos yeux ; juste, elle n'est pas au bon endroit ! Les outils juridiques existent (Prêt Viager Hypothécaire, Prêt Avance Mutation), ce qui manque c'est une impulsion forte donnée par l'Etat pour initier, faciliter, voire imposer, au système financier comme aux particuliers cette démarche de bon sens. Il ne s'agit donc pas de subventions, de taxes ou de coûts pour l'Etat, bien au contraire, mais d'organiser en structurant ce transfert de richesse sans attendre le décès de cette génération pour permettre à cette génération comme à leurs descendants de résoudre leur problème de logement et de bien vivre.... Y compris proches de leurs enfants.

Résolvant ainsi une partie significative du problème de la solvabilité des ménages, la puissance publique peut alors consacrer ses efforts financiers (prêts à taux zéro, subventions, logements sociaux...) sur ceux qui en ont besoin faute de parents propriétaires ou parce qu'ils sont arrivés plus récemment en France, la question de la promesse sociale étant clé pour l'intégration des migrants. Aux USA, pendant près de deux siècles l'héritage était lourdement taxé pour permettre notamment une forme d'égalité avec les migrants qui constituaient une grande partie de la croissance de la population... L'héritage reste sacré en France, alors adaptons notre système au vieillissement et aidons ceux qui n'en n'ont pas.

Le développement du logement locatif intermédiaire, notamment sur les friches, peut se réinventer au prix d'un coût socialement abordable autour du bail à construction long (40 à 60 ans) porté par les acteurs de l'économie mixte (les Sociétés d'Economies Mixtes) qui limite les coûts en redonnant à l'échéance la propriété du bâti au propriétaire du foncier.

Mais l'acquisition du logement ne se réduit pas au simple apport, il faut aussi repenser son modèle de détention en réinventant le parcours résidentiel et les modalités d'intervention des investisseurs, à l'instar de ce qui a été fait dans le champ social à travers le Bail Réel et Solidaire.

L'usus, le fructus et l'abus constituent la base de notre rapport juridique aux biens. Dans le domaine du logement il s'est traduit par la location ou la pro-

priété... auquel est venu s'ajouter « l'emmerdurus » des contraintes du bail résidence principale.

Originellement dans le champ rural, la réflexion a été étendue via le bail emphytéotique : une propriété temporaire pour permettre de satisfaire des objectifs différents et complémentaires entre le propriétaire et le preneur à bail. Si le bénéficiaire de l'usus est exclusivement le preneur à bail, les modalités contractuelles permettent au propriétaire comme au preneur à bail de partager l'abusus de manière attractive pour les deux parties.

Dans le social, le Bail Réel Solidaire (bail emphytéotique) est une réponse qui se développe : un logement financièrement accessible pour les classes modestes, par une dissociation à la fois dans le temps (99 ans) et dans l'espace via la séparation : le bâti est acheté et le foncier est loué à un prix très faible en regard de son coût. Evidemment le coût pour la collectivité est élevé, le foncier étant porté par un Office Foncier Solidaire qui se finance auprès de la CDC en ayant accès aux ressources du livret A pour acquérir sur 60 ans le foncier.

Dans le domaine privé, la réponse doit être adaptée : ne pouvant acheter la totalité ou la pleine propriété car elle est trop cher, il faut donc réinventer le parcours résidentiel en créant une première étape d'acquisition grâce à l'intervention d'un tiers investisseur (privé) qui doit y trouver son compte.

En n'achetant qu'une fraction de la propriété, l'objectif premier est de réduire significativement le coût d'acquisition mais sans l'enfermer, comme trop souvent dans le logement social, dans l'impossibilité d'en sortir, il faut également sécuriser le particulier sur les conditions de sortie du dispositif : revente car la mobilité doit être facile et favorisée, accession

totale car on a besoin d'un toit toute sa vie.

L'investisseur tiers doit s'y retrouver en échangeant une partie d'un loyer trop faible contre une sécurité juridique et un rendement financier beaucoup plus attractif qu'il obtient à travers les modalités contractuelles du bail emphytéotique qu'il a consenti à un particulier. Pour l'investisseur Il ne s'agit donc pas tant de réaliser un impact social considérable que d'optimiser ses placements dans l'immobilier, en se posant les bonnes questions, c'est-à-dire la valeur future des actifs de demain en fonction de leurs couts de construction de leur utilité sociale et de leur rareté... et en acceptant dès lors des changements dans sa manière d'investir.

Rien d'impossible dans toutes ces réflexions, juste prendre de la hauteur, constater que nos modèles économiques et financiers ont suivi des évolutions correspondant à des circonstances démographiques, financières et sociétales qui ne sont plus adaptées aux réalités d'aujourd'hui et encore moins à celles de demain.

Les parties prenantes, promoteurs, investisseurs, particuliers occupants, banquiers, municipalités, entreprises qui ne trouvent pas de salariés faute de logements ... n'arriveront que très difficilement à faire évoluer les modèles qui les régissent car si la résultante est évidemment positive pour tous, aucune des clés n'est détenue par une seule catégorie d'acteurs et cela dans la temporalité de crise de l'immobilier qui paralyse déjà les acteurs.

C'est donc à la puissance publique d'initier et de faciliter ces évolutions structurelles comme elle le fit dans les années 50 et 60.