



HAL
open science

La financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire en France. Signaux faibles, controverses et perspectives

Matthieu Gimat, Antoine Guironnet, Ludovic Halbert

► To cite this version:

Matthieu Gimat, Antoine Guironnet, Ludovic Halbert. La financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire en France. Signaux faibles, controverses et perspectives. 2022. halshs-03745166

HAL Id: halshs-03745166

<https://shs.hal.science/halshs-03745166>

Preprint submitted on 3 Aug 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LA FINANCIARISATION À PETITS PAS DU LOGEMENT SOCIAL ET INTERMÉDIAIRE EN FRANCE

SIGNAUX FAIBLES, CONTROVERSES ET PERSPECTIVES

Matthieu Gimat, Maître de conférences, Université Paris Cité, Laboratoire Géographie-Cités (UMR 8504)

Antoine Guironnet, Chercheur associé, Sciences Po, Centre d'études européennes et de politique comparée (CEE), CNRS, Paris France

Ludovic Halbert, Chargé de recherche du CNRS rattaché au Laboratoire Techniques, Territoires, Sociétés (UMR 8134), Université Gustave Eiffel.

Résumé

Alors que les fonds d'investissement et les émissions obligataires font leur apparition depuis quelques années dans le paysage du logement intermédiaire et social, ce *working paper* interroge la financiarisation du secteur du logement aidé. Il s'appuie pour cela sur des sources de seconde main, et replace ce processus par rapport aux transformations contemporaines de l'État-providence liées à l'austérité. Dans cette optique, il propose une recension systématique du recours à ces instruments de la finance de marché pour le financement de la production et la gestion de logements aidés (section 1) : fonds d'investissement, émissions obligataires et autres outils de refinancement. Leur essor est replacé dans un contexte caractérisé par l'accroissement de la contrainte budgétaire pour la puissance publique et l'intérêt renouvelé des acteurs financiers pour le logement en général, et sa déclinaison « abordable » en particulier (section 2). Dans ce cadre, la question du recours aux marchés financiers est posée par des investisseurs institutionnels et leurs intermédiaires, mais aussi des acteurs (para)étatiques, qui y voient l'opportunité de sécuriser leur position en développant de nouvelles activités, non sans vives tensions (section 3). Se développant initialement depuis les marges du logement aidé (secteur intermédiaire) pour en gagner le cœur (secteur social), cette mise en débat opère selon deux modalités où les marchés financiers apparaissent respectivement comme une solution de « mise en ordre » d'un nouveau de circuit de financement, ou de « remise en ordre » d'un circuit existant. Comme le montrent les recherches menées sur des cas étrangers, ces transformations sont porteuses de conséquences au plan politique, spatial, et social, notamment en matière de renforcement des inégalités (section 4). Au total, nous montrons que le cas français se caractérise par une financiarisation graduelle, dite « à petits pas », combinant expérimentations et controverses. En conclusion, nous discutons ses potentiels effets concernant notamment les publics-cibles du logement locatif aidé et les réorganisations du régime d'*asset-based welfare*. Même s'il est trop tôt pour attester de ces effets avec certitude, trois perspectives se dessinent : cette incursion des marchés financiers pourrait soit être conjoncturelle et donc passagère, soit mener à la stabilisation d'un modèle de financement hybride du logement aidé, ou se substituer aux circuits de financement existants.

Sommaire

Introduction	1
Le logement social pris dans les réformes néolibérales de l'État	1
L'intérêt croissant des investisseurs institutionnels pour le logement	3
La financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire en France	5
1. Les signaux faibles de la financiarisation du logement intermédiaire et social	7
1.1. Le logement aidé, hors des radars des études de marché ?	8
1.2. Une multiplication de signaux faibles	10
1.2.1. <i>Lever des capitaux auprès des marchés financiers</i>	10
1.2.2. <i>S'endetter sur les marchés financiers</i>	21
2. Entre mise en crise du logement social et abondance de capitaux sur les marchés financiers : les facteurs de la financiarisation	24
2.1. Le logement social sous contrainte budgétaire	24
2.2. Les marchés des capitaux à la recherche de placements immobiliers et « d'impact social »	27
3. Le recours aux marchés financiers : solution au problème ou nouveau problème ?	30
3.1. Loger les classes moyennes dans le parc intermédiaire : de la mise en problème public à un instrument dédié	30
3.1.1. <i>Premières discussions</i>	32
3.1.2. <i>Du bras de fer à l'enrôlement par l'État</i>	33
3.2. Les marchés financiers, ultime ressource contre la « mise en crise » du financement Hlm ?	35
3.2.1. <i>Permettre la financiarisation par le démantèlement de la propriété du parc Hlm</i>	36
3.2.2. <i>La diversification du financement Hlm, enjeu de la loi ELAN</i>	37
3.2.3. <i>Le sempiternel retour des marchés financiers</i>	40
4. Éclairages étrangers sur les effets politiques, sociaux et spatiaux de la financiarisation du logement aidé	43
4.1. Nouveaux acteurs, nouvelles logiques ? Concentration et diversification des secteurs du logement social et intermédiaire	44
4.2. Une réorganisation des flux financiers au profit des acteurs de la finance de marché et de leurs clients ?	49
4.2.1. <i>Mécanismes d'accumulation</i>	50
4.2.2. <i>Effets sur la distribution des richesses</i>	51
4.3. Des stratégies de gestion et d'implantation susceptibles de renforcer les inégalités socio-spatiales à plusieurs échelles ?	51
4.3.1. <i>À l'échelle urbaine, des stratégies renforçant les logiques ségrégatives des marchés immobiliers</i>	52
4.3.2. <i>Aux échelles nationale et régionale, un accroissement de la résidualisation du parc social et de la différenciation de l'offre locative entre marchés « tendus » et « détendus »</i>	54
4.4. Les investisseurs face aux gouvernements locaux et aux mobilisations citoyennes	57
4.4.1. <i>Du partenariat au conflit : des rapports variables entre investisseurs et gouvernements locaux</i>	57
4.4.2. <i>Mobilisations et contestations populaires contre la financiarisation du logement aidé</i>	59
Conclusion	60
La recomposition de l'État social à travers le logement aidé	62
Un processus de financiarisation, trois scénarii	64

Introduction

Courant 2019, la rapporteuse spéciale de l'ONU sur le logement, Leilani Farha, rencontre en France des membres du gouvernement et des acteurs des politiques de l'habitat. Dans le rapport qu'elle rédige à l'issue de sa visite, cette figure internationale du droit au logement décent prie « instamment le Gouvernement français de protéger son offre existante de logements sociaux en interdisant notamment leur vente à des entités à but lucratif, telles que les sociétés de capital-risque ou de gestion de biens »¹. Malgré les dispositions qui empêchent historiquement la finance de marché de s'impliquer dans le secteur français du logement social, cette recommandation alerte sur une potentielle évolution.

Dans cette perspective, ce *working paper* interroge l'imbrication croissante entre les capitaux, acteurs, instruments et techniques de la finance de marché d'une part, et la production et la gestion des logements sociaux et intermédiaires d'autre part. En France, les investisseurs des marchés des capitaux ont certes délaissé le logement au profit d'autres secteurs (bureaux, commerces, logistique) depuis les années 1990 (Nappi-Choulet 2012). Il existe de plus un secteur du logement social resté puissant, reposant sur un circuit de financement autonome. Néanmoins, un faisceau d'indices indique un processus émergent de financiarisation des logements sociaux et intermédiaires, contribuant à leur transformation en titres financiers échangés sur les marchés des capitaux. Si ce processus n'est pas entièrement surprenant au regard d'évolutions pointant dans une direction similaire dans d'autres pays européens, comme l'Allemagne, l'Italie ou encore le Royaume-Uni, il n'en reste pas moins paradoxal. En effet, les capitaux des marchés financiers peuvent apparaître comme une opportunité pour des gouvernements locaux ou nationaux, voire des organismes Hlm, de financer la production de logements pour des ménages peinant à se loger. Mais dans le même temps, le recours à ces capitaux est décrit par des militant·es du droit au logement et à la ville et par une partie de la communauté académique comme un facteur de la cherté croissante du logement, ce que reflète la demande formulée par L. Farha à l'issue de sa visite en France.

Inscrite dans l'analyse de ce paradoxe, notre étude se situe au carrefour de deux débats scientifiques : l'un interrogeant la redéfinition de l'État social, à travers l'évolution de ses politiques du logement ; et l'autre portant sur la transformation de l'immobilier en actifs financiers pour les marchés des capitaux.

Le logement social pris dans les réformes néolibérales de l'État

On peut qualifier les logements sociaux et intermédiaires produits en France de logements aidés car ils bénéficient de dispositifs de financement propres, réglementés et abondés par la puissance publique. Ils sont construits et rénovés à l'aide de prêts à des conditions avantageuses (permises par la gestion de l'épargne privée des ménages déposée sur des livrets réglementés tels que le livret A), mais aussi de subventions directes et d'aides indirectes, notamment des avantages fiscaux. Leur accès est soumis à des critères visant à sélectionner les ménages occupants selon leurs revenus. Tout en pouvant bénéficier d'aides

¹ Haut-Commissariat du Conseil des droits de l'homme des Nations Unies, « Déclaration de fin de mission de la Rapporteuse spéciale sur le droit à un logement convenable présente ses observations préliminaires au terme de sa visite en République française du 2 au 11 avril 2019 », [en ligne](#).

à la personne, ces derniers s'acquittent de loyers aux montants plafonnés, conçus pour être inférieurs au prix du marché et calculés en fonction des modalités de financement et de la localisation de chaque logement (cf. Encadré 1, p. 8 et Encadré 2, p. 12). Parce qu'il est associé à des critères sociaux d'attribution et à un plafonnement des loyers, le logement social est l'un des piliers historiques du déploiement de l'État-providence dans le Nord et l'Ouest de l'Europe dans les décennies d'après-guerre, c'est-à-dire dans des pays où la propriété individuelle du logement n'est pas prédominante ou exclusive. Au sein de ces pays, le secteur est accessible à une grande partie de la population, voire à toutes, et occupe une place importante dans l'offre nationale de résidences principales (Harloe 1995).

Mais le logement social n'échappe pas aux recompositions de l'État-providence liées aux politiques néolibérales. Ces politiques résultent notamment d'initiatives au niveau européen, avec l'institutionnalisation du droit de la concurrence (Daniel 2018), ainsi qu'à des réformes entreprises au niveau national visant, sans d'ailleurs forcément y parvenir, à la réduction du coût de la politique du logement pour la puissance publique. Cela se traduit, d'une part, par des politiques de privatisation, à l'image du *Right to Buy* mis en œuvre au Royaume-Uni depuis 1980 ou encore de la vente en bloc de logements sociaux en Allemagne. D'autre part, les systèmes d'aides aux ménages sont réformés, comme en témoignent la réforme Hartz IV de 2005 en Allemagne (Droste et Knorr-Siedow 2010) ou la réduction des aides à la personne en France (Driant 2019).

Si elles diffèrent d'un pays à l'autre (Steinmetz 2015), ces évolutions ont pour effet de réduire l'implication directe de l'État, et en particulier financière, dans l'accès au logement des ménages, au profit d'une régulation reposant sur des relations marchandes. Elles alimentent aussi un processus de *résidualisation* du logement social, c'est-à-dire de réduction du nombre de logements sociaux et de spécialisation dans l'accueil des plus précaires. Cette transformation en profondeur s'accompagne généralement d'un renforcement des politiques encourageant l'accession à la propriété individuelle, notamment par un endettement massif des ménages (Harloe 1995). Ceci participe d'une redéfinition du *welfare* qui relève de moins en moins de transferts publics et sociaux déployés dans le cadre de l'État-providence, que de la capacité des individus à constituer par eux-mêmes leur propre protection sociale, grâce à la valeur de leur patrimoine, notamment immobilier. Dans ce cadre, qualifié d'« *asset-based welfare* » (Regan et Paxton 2001), l'intervention étatique sous forme de politiques d'investissement est désormais réduite à une fonction de régulation d'acteurs de marchés (et en particulier de ceux impliqués dans la distribution de crédits), au point de jeter les bases d'une forme de « keynésianisme privatisé » reposant sur l'endettement privé (Crouch 2009).

L'*asset-based welfare* se heurte néanmoins aux limites structurelles bien connues de la production capitaliste du logement (Topalov 1987). D'une part, même dans un État néolibéral promouvant un *welfare* individuel adossé au crédit privé, les logements intermédiaires et sociaux continuent de jouer un rôle potentiellement important puisqu'ils permettent de pallier les carences des marchés immobiliers en abritant les populations les plus paupérisées – qu'elles soient contraintes par le renchérissement de l'immobilier, ou qu'elles se trouvent confrontées à la nécessité de déménager régulièrement, en lien notamment avec la flexibilisation des marchés de l'emploi. Or, la poursuite de politiques de consolidation budgétaire visant à

la maîtrise des dépenses publiques (Streeck 2014) contribue parallèlement à limiter les ressources publiques mobilisées pour la production de logements aidés, et encourage donc la recherche de nouvelles sources de financement par les acteurs des politiques du logement.

D'autre part, en dépit d'innovations visant à stabiliser l'*asset-based welfare* en solvabilisant les ménages (comme les prêts *subprimes* aux États-Unis ou l'allongement des durées d'endettement en France), une partie importante des ménages ne peuvent bénéficier d'une telle forme de sécurisation de leurs trajectoires financières par l'accession à la propriété, tout en étant confrontés à un déficit de logements aidés. Ne disposant pas des ressources suffisantes pour l'acquisition de leur logement, des ménages sont contraints de recourir à la location privée. Ceci fournit une opportunité pour les ménages aisés d'investir dans l'immobilier dans la perspective d'accroître leurs propres revenus et d'anticiper leurs retraites. Deux modalités principales l'emportent. La première consiste en l'acquisition directe de logements, encouragée par des politiques publiques favorables, à l'image des dispositifs de défiscalisation en France. La seconde signale un nouvel âge d'or de la « grande propriété privée locative » (« *private landlordism* » , Forrest et Hirayama 2015) où des sociétés administrent les capitaux de ménages aisés pour les placer dans l'immobilier *via* des intermédiaires (fonds ou sociétés cotées en bourse), ici aussi bien souvent avec le soutien réglementaire et budgétaire de la puissance publique. Soutenant le marché locatif, la finance de marché est alors susceptible d'apparaître comme l'un des circuits de financement visant à répondre aux limites mêmes de l'*asset-based welfare*.

L'intérêt croissant des investisseurs institutionnels pour le logement

L'intérêt des acteurs des marchés financiers pour les « actifs réels », c'est-à-dire pour des biens tangibles, à l'image des logements, tient aux perspectives de rémunération associées aux droits de propriété foncière (location, revente). Cet intérêt renvoie au processus de financiarisation de la production urbaine, qui a fait l'objet d'un effort de recherche particulièrement soutenu depuis une dizaine d'années (Aalbers 2018; Drozd, Guironnet, et Halbert 2020). Cet ensemble de recherches souligne comment des flux de revenus associés à des immeubles, mais aussi à des infrastructures, des équipements ou des terrains, sont transformés en titres financiers destinés à des investisseurs institutionnels (fonds souverains, fonds de pension et caisses de retraites, assurances et mutuelles), alternatifs (fonds de capital-investissement, *hedge funds*) ou plus directement à des particuliers. Encouragés par l'adoption de régimes fiscaux favorables, des intermédiaires des marchés financiers proposent à ces investisseurs toute une variété d'instruments et allouent les capitaux qui leurs sont ainsi confiés au financement d'actifs immobiliers (Guironnet et Halbert 2018).

Cette financiarisation de l'immobilier repose tout d'abord sur le marché du crédit, à travers des instruments de *dette* (obligations, produits structurés, titrisation) finançant les investissements des ménages ou de bailleurs gérant un patrimoine immobilier. Si les premières recherches à ce sujet ont été consacrées à la transformation des prêts immobiliers des ménages en titres échangés sur les marchés financiers à l'image

des *subprimes* (Aalbers 2012), d'autres, plus récents, portent sur la financiarisation de la détention des logements eux-mêmes.

En effet, les liquidités collectées peuvent également prendre la forme de *capitaux propres* (*equity*) directement investis dans des actifs immobiliers, souvent par recours à des sociétés de gestion d'actifs. Le degré poussé d'intégration internationale des marchés financiers contribue alors à l'émergence, inégale selon les régions, d'un « *private landlordism* » (Forrest et Hirayama 2015) reposant sur des « propriétaires professionnels internationaux » (*global corporate landlords*, Beswick et al. 2016), à l'image d'un groupe comme le géant de la gestion d'actifs Blackstone, propriétaire de plus de 300 milliards de dollars d'immobilier. Si l'éventail de leurs investissements est très large, incluant notamment des bureaux, des centres commerciaux ou des plateformes logistiques, ces acteurs s'intéressent de plus en plus au secteur résidentiel ces dernières années.

Gérant des montants importants, ils privilégient une taille d'investissement critique : des résidences spécialisées (logement étudiant, prise en charge des personnes âgées ou encore dans le secteur médical), mais également des logements collectifs, ou encore, des portefeuilles de pavillons suburbains (Guironnet, Bono, et Kireche 2022). La situation est néanmoins très inégale selon les pays, notamment en fonction de l'importance de la propriété individuelle qui conditionne le stock de logements locatifs, ou encore de la place plus ou moins importante ou réduite historiquement des investisseurs institutionnels dans le logement. La France est à ce titre dans une situation relativement singulière. Certains investisseurs institutionnels sont présents de longue date dans ce secteur, à l'image des compagnies d'assurance de la seconde moitié du XIXe siècle disposant d'un patrimoine de logements, ou de l'essor des sociétés d'investissement immobilier dans les années 1960. Néanmoins, à partir de la fin des années 1990, la plupart des investisseurs institutionnels vendent massivement ce patrimoine, à la fois afin d'éponger les pertes de la crise immobilière qui secoue alors le marché, et suite à l'adoption des techniques de « gestion active » diffusées par des investisseurs internationaux à l'occasion de cette crise, lesquelles conduisent à se concentrer sur d'autres secteurs jugés plus rentables (Nappi-Choulet 2012).

Ce n'est que récemment que des travaux interrogent la place des acteurs et capitaux des marchés financiers dans des logements dits abordables, c'est-à-dire bénéficiant de politiques visant à en accroître l'accessibilité financière pour des ménages en peine pour se loger sur les marchés dits libres (Belotti 2021). Ces travaux décortiquent les facteurs et modalités d'interventions de ces fonds d'investissement, ainsi que leurs effets sur les biens acquis et sur les locataires. À New York et à Berlin, ils montrent par exemple comment l'afflux de capitaux en provenance des marchés financiers s'est traduit par une frénésie d'acquisitions de logements et a conduit à la dérégulation de leurs loyers, entraînant des changements dans leur peuplement, mais aussi de multiples formes de mobilisations initiées par les locataires eux-mêmes et des collectifs militants (Fields et Uffer 2016).

Si ces travaux permettent d'interroger ce que nous interprétons comme une transformation de l'État social (ici, à travers les politiques de logement aidé), peu le font explicitement. La principale exception concerne l'analyse du financement de logements aidés en Italie (*housing sociale*) par des acteurs du marché

des capitaux pour le. Faute de financements publics, la réduction drastique de la production de logements sociaux s'est traduite par des initiatives visant à attirer des acteurs des marchés financiers, et ce, pas tant pour loger les ménages les plus pauvres que des populations plus aisées mais éprouvant néanmoins des difficultés d'accès au logement dans les grandes villes italiennes, constitutives de ce qui est décrit comme la « face grise » des marchés immobiliers (la fascia grisa, Santilli 2020). Partant, certains auteurs interprètent cette évolution comme une « financiarisation du *welfare* » (Caselli et Rucco 2018) qui correspond à l'adoption d'une conception du « social » comme un service à valoriser, en l'occurrence auprès des marchés financiers (Santilli 2020). Cette transformation passe par la mise en place de nouveaux instruments financiers par l'État afin de mobiliser les capitaux des marchés financiers, et par l'adoption d'une approche actionnariale de l'intervention étatique (Belotti 2021; voir aussi Zhang 2020 sur le cas de Toronto).

La financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire en France

Outre l'éclairage d'un processus peu considéré en France (Gimat et Halbert 2018), notre contribution vise ainsi à interroger la financiarisation du logement social et intermédiaire en lien avec les mutations profondes affectant tant l'État social français que la politique du logement. Sur le premier point, l'extension des marchés financiers dans ce type de logements fait tout d'abord écho à la manière dont l'État, outre des politiques de soutien au déploiement de la finance de marché qu'il mène de manière plus générale, s'emploie également à internaliser des instruments et des techniques de ce secteur – menant à une « financiarisation des politiques publiques » (Chiapello 2017). Sur le second aspect, l'évolution est potentiellement considérable pour le logement social et intermédiaire, dont le principe et les temporalités pourraient ainsi connaître des changements radicaux. L'arrivée des capitaux des marchés financiers dans le secteur du logement aidé implique de rendre possible une rémunération des investisseurs à un niveau susceptible de les attirer, ce qui pourrait avoir pour effet de défaire le principe de réinvestissement quasi-systématique des surplus de gestion dans la production et l'amélioration du parc social. Cela pourrait aussi amener à considérer le caractère social des logements de manière temporaire, en raison de la prise en compte des possibilités de leur revente liées aux objectifs financiers de liquidité.

Ceci étant, le cas français présente des spécificités qui le distinguent par exemple de l'Allemagne où l'extension des marchés financiers dans les logements sociaux dans les années 2000 fut rapide, massive, et contestée après coup par une coalition réunie autour d'un puissant mouvement des locataires, c'est-à-dire bien au-delà des seuls bénéficiaires des logements sociaux (Kusiak 2021; Beveridge et Koch 2021). En France, nous faisons l'hypothèse que la financiarisation du logement social avance par *petits pas*, à partir des marges du secteur (à travers le logement intermédiaire ou le financement de la dette des organismes Hlm, notamment) et ceci, en raison d'une contestation menée pied à pied et émanant d'une partie des acteurs du secteur Hlm lui-même. À cette hypothèse sur les formes spécifiques de la financiarisation du logement social en France, s'ajoute une seconde, portant sur ses effets. Parce qu'il est graduel, ce processus renforcerait une différenciation granulaire des parcs et des bénéficiaires des logements aidés. Dans un contexte marqué par le succès du terme fourre-tout du « logement abordable », le logement social est de

plus en plus rabattu à une portion réduite et destiné à des populations paupérisées, alors que se multiplient dans le même temps des dispositifs reposant bien souvent sur des incitations fiscales visant à loger, à des prix un peu inférieurs à ceux observés sur les marchés dits libres, les ménages confrontés à la cherté du logement des principales agglomérations françaises. Sans en être le seul facteur, nous avançons l'idée que l'intrication entre marchés financiers et logements aidés participe de cette différenciation des parcs et des bénéficiaires.

Ce travail s'appuie sur trois principales sources, de nature principalement secondaire. Il s'agit tout d'abord d'un corpus documentaire retraçant la multiplication des formes de financement du logement social et intermédiaire par des investisseurs institutionnels, et les réactions qu'elle a suscitées. Ce matériau est constitué d'extraits de presse collectés à travers une veille régulière des principaux journaux dans le domaine de l'immobilier, de l'habitat et de l'urbanisme. Il réunit également une documentation constituée par la littérature grise : études de marché utilisées pour sonder l'intérêt des intermédiaires financiers pour le segment du logement social et intermédiaire, rapports parlementaires consacrés à ce thème. Une seconde source est constituée par la littérature scientifique portant sur la financiarisation du logement aidé, sur laquelle nous nous appuyons notamment pour décrypter certaines stratégies d'investissement, et qualifier leurs effets potentiels dans le cas français. Enfin, ce travail s'appuie sur une recherche en cours sur le retour des investisseurs institutionnels dans le marché résidentiel en Île-de-France, dans une démarche comparative avec Londres et Amsterdam². À travers l'étude des flux et stratégies d'investissement ainsi que de la territorialisation du logement intermédiaire, elle alimente certaines réflexions menées ici.

Le *working paper* est organisé en quatre sections. La première recense un ensemble de signaux faibles indiquant une financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire. Elle en analyse les acteurs, les instruments financiers, et en précise l'importance. Une deuxième section resitue la prolifération de ces signaux dans un double contexte caractérisé par l'intérêt des investisseurs sur les marchés financiers pour le logement et la recomposition du circuit de financement du secteur Hlm. La section suivante interroge la construction du problème public du financement par les marchés financiers du logement social et intermédiaire, à travers l'analyse des controverses émaillant les évolutions du cadre réglementaire, ou les réflexions sur de possibles réformes. La plongée dans les rapports et controverses parlementaires éclaire la succession d'initiatives et de contre-feux qui caractérise, loin d'une rupture brutale, une financiarisation graduelle. Enfin, à partir de la littérature internationale existante, la dernière section questionne des effets possibles sur le secteur du logement social et son organisation, la transformation des politiques locales de l'habitat, les évolutions en termes de destinataires des logements et les différenciations entre types d'espaces, et enfin, plus largement, les effets distributifs entre groupes sociaux³.

² Projet ORA « What is Governed in Cities: Residential Investment Landscapes and the Governance and Regulation of Housing Production » (ANR-18-ORAR-0004), <https://whatisgovernedincities.eu/>

³ Nous souhaitons remercier Sylvie Fol pour sa relecture minutieuse.

1. Les signaux faibles de la financiarisation du logement intermédiaire et social

Depuis le milieu du XXe siècle au moins, des porosités entre le secteur du logement social et le secteur bancaire et financier privé⁴ apparaissent en France à deux niveaux. D'une part, des institutions financières sont historiquement présentes au capital des organismes Hlm de statut privé, les entreprises sociales pour l'habitat (ESH). Par exemple, l'assureur et gestionnaire d'actifs AXA et le groupe bancaire BPCE sont actionnaires de référence de deux grands groupes d'ESH, respectivement 1001 Vies Habitat (ex-Logement français) et Habitat en régions. Sans pour autant en être l'actionnaire majoritaire, d'autres groupes bancaires et financiers sont présents au capital d'ESH : BNP Paribas a par exemple participé à la constitution du capital de sociétés du groupe 3F⁵. Ces situations ne sont pas qu'un héritage du passé : lors du rapprochement en 2019 entre le groupe mutualiste Vyv et le groupe d'ESH Arcade, le Crédit Agricole a acquis 10 % du capital de la nouvelle structure⁶. Spécificité du logement social, la rémunération des actionnaires d'ESH est néanmoins plafonnée : l'implication des acteurs bancaires et financiers se fait donc dans un cadre réglementaire qui impose le principe du réinvestissement de l'essentiel des bénéfices réalisés dans l'activité des organismes Hlm⁷.

D'autre part, les organismes Hlm peuvent avoir recours à des dispositifs de financement privés. Il arrive ainsi qu'ils complètent les plans de financement de leurs opérations immobilières ou qu'ils cherchent à valoriser leur trésorerie avec des emprunts et placements auprès d'établissements bancaires autres que leur financeur privilégié, la Banque des territoires (cf. Encadré 1). Ils font notamment appel aux services du groupe BPCE, de la Banque postale ou encore du Crédit Agricole. Certains organismes Hlm ont aussi réalisé des opérations spéculatives auprès d'établissements bancaires et financiers. Jusqu'en 1990, il est toléré qu'ils placent leurs fonds dans des banques, des sociétés d'investissement à capital variable ou des fonds communs de placement, cette situation prenant une ampleur importante dans les années 1980, alors que la production de logements sociaux neufs ralentit (Peythieu 1991). Plus récemment, des organismes Hlm ont eu recours, afin d'améliorer la gestion de leur dette, à des emprunts structurés présentant un niveau de risque élevé ou mal maîtrisé selon la Mission d'inspection du logement social (2010), et ayant parfois abouti à des pertes. Cette pratique, qui aurait débuté dès 2006, a diminué à la suite de la crise financière de 2008 – même si des organismes Hlm ont continué d'y avoir recours⁸.

⁴ Cette histoire récente est à replacer dans les mutations au long cours du financement du logement social, qui repose historiquement sur des dispositifs de mobilisation de capitaux privés. Dès la création des premières sociétés d'habitation à bon marché à la fin du XIXe siècle, l'un des enjeux fut de trouver les moyens de stimuler les investissements philanthropiques des grands industriels préoccupés des conditions de logement de leurs employés, puis d'articuler ces financements à des dons de nature diverse, provenant des sociétés de bienfaisance et des collectivités (Guerrand, 1967).

⁵ Sabine Effosse, « Entretien avec Jean Peythieu », *Deuxième campagne d'archives orales menée auprès des acteurs de la genèse des villes nouvelles françaises*, 19 février 2004, [en ligne](#).

⁶ Laure Viel, « Vyv scelle son alliance avec le groupe Arcade », *L'Argus de l'assurance*, 29 janvier 2019, [en ligne](#).

⁷ Le statut-type des ESH annexé à l'article R. 422-1 du *Code de la construction et de l'habitation* prévoit que, lorsqu'une ESH a réalisé un bénéfice distribuable, un dividende peut être servi aux actionnaires qui ne doit pas être supérieur à un pourcentage de la valeur nominale des actions égal ou inférieur au taux du livret A majoré de 1,5 point.

⁸ Cette situation a motivé un encadrement plus strict des conditions de souscription par les organismes Hlm de ce type d'emprunts (décret n°2015-699 du 19 juin 2015). Voir notamment : MILOS, 2010 ; Carole Ferry et Gaétan Supertino, « Les emprunts toxiques plombent (aussi) les HLM », *Europe 1*, 17 septembre 2014, [en ligne](#) ; Laurent Mauduit, « Des sociétés Hlm spéculent toujours sur les marchés », *Mediapart*, 18 novembre 2014, [en ligne](#).

Si ces exemples, parmi d'autres⁹, attestent d'interdépendances antérieures entre secteur bancaire et financier, d'un côté, et secteur Hlm, de l'autre, les années 2010 se caractérisent par la multiplication d'instruments articulant logements aidés d'une part, et acteurs et capitaux de la finance de marché d'autre part.

ENCADRÉ 1. LE CIRCUIT DE L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE ET LE FINANCEMENT DU LOGEMENT SOCIAL

La Banque des territoires est une filiale de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) qui propose aux organismes Hlm les prêts qui leur permettent de produire et de réhabiliter les logements sociaux. Ces prêts reposent sur les dépôts de l'épargne des ménages dans des livrets réglementés comme le Livret A. Le capital et les intérêts y sont garantis par l'État, qui fixe par ailleurs le taux de rémunération, en prenant en compte la variation de l'inflation et des taux monétaires interbancaires. La Banque des territoires assure la transformation de ces dépôts en prêts de longue durée, à travers notamment des placements sur les marchés financiers.

Identiques pour tous les organismes Hlm, les conditions d'octroi de ces prêts (en termes de taux et de durée) sont fixées par le ministère de l'Économie et des Finances. Bien souvent garantis par les collectivités locales, les prêts destinés à la construction de logements sociaux conditionnent l'accès des organismes Hlm à d'autres avantages : subventions, exonération pendant plusieurs décennies de la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) et taux de TVA réduit.

Trois principaux types de prêts sont utilisés par les organismes Hlm pour produire du logement social : le prêt locatif aidé d'insertion (PLAI), le prêt locatif à usage social (PLUS) et le prêt locatif social (PLS). Les PLAI jouissent des taux d'intérêt les moins élevés mais doivent en contrepartie permettre la création de logements destinés aux ménages dont les revenus sont les plus modestes et aux loyers les moins chers. Au contraire, le recours aux PLS est moins avantageux pour les organismes Hlm, mais il permet de produire des logements dont les plafonds de ressources et les plafonds de loyers sont plus élevés. Les PLUS se situent à mi-chemin entre les PLAI et les PLS.

Au sein de cette offre, les logements financés à l'aide de PLS occupent une place spécifique car ils sont à la frontière, en raison de leurs niveaux de loyers et de leurs plafonds de ressources, entre le logement social et le logement intermédiaire. De ce fait, les logements PLS n'ont jamais reçu de subventions directes de droit commun de l'État pour leur construction. Au contraire des PLAI et des PLUS, ils peuvent aussi être mobilisés par tout maître d'ouvrage ayant signé une convention avec l'État et distribués par tout établissement de crédit ayant signé une convention avec la Banque des territoires.

1.1. Le logement aidé, hors des radars des études de marché ?

En première approche, la construction du logement aidé comme une nouvelle « classe d'actifs » à destination d'investisseurs des marchés financiers peut être objectivée par l'étude du discours des sociétés

⁹ On pourrait aussi citer la Foncière Logement, association à but non lucratif créée en 2002 par Action Logement, en lien avec le Programme national de rénovation urbaine (PNRU). Cette structure a pour mission la promotion de la mixité sociale et le logement des salariés, principalement dans les marchés immobiliers « tendus », en réalisant à la fois des logements libres dans les quartiers prioritaires de la politique de la ville et des logements locatifs sociaux dans les communes en déficit de logement social au sens de la loi SRU. La Foncière Logement est liée au secteur bancaire et financier car elle doit transférer gratuitement la nue-propriété de son parc immobilier, puis l'usufruit une fois ce parc amorti, au régime des retraites complémentaires des salariés du secteur privé (Agirc-Arrco). Dans les faits, le transfert de la nue-propriété des logements de la Foncière Logement a eu lieu à partir de 2017, le transfert de l'usufruit devant intervenir 30 ans plus tard (Barbara Kiraly, « Les dessous du transfert du patrimoine d'Action-Logement à l'Agirc-Arrco », *Le Monde*, 6 août 2017, [en ligne](#)). Si les logements construits par la Foncière Logement contribuent ainsi à un régime de retraite par répartition, ils sont financés par des prêts bancaires commerciaux ou réglementés, comme ceux d'Action Logement et de la Caisse des dépôts et consignations (Myriam Chauvot, « Foncière Logement : Matignon se mobilise », *Les Échos*, 14 février 2013, [en ligne](#)).

de conseil en immobilier. En fournissant une grille de lecture aux investisseurs ainsi qu'en collectant des données sur les marchés immobiliers locaux, ces acteurs occupent une place clef dans les dynamiques de financiarisation de l'immobilier (Guironnet et Halbert 2014; Halbert et Rouanet 2014; Weber 2015). Ils participent en effet à « qualifier et interpréter le monde avec les mots et le regard de l'investisseur » et à la « fabrication des actifs et des passifs », deux des trois opérations au cœur du « travail de financiarisation » que distingue E. Chiapello (2017).

Pour autant, l'analyse des études de marché publiées régulièrement par ces acteurs (BNP Paribas, CBRE, Cushman & Wakefield, JLL, etc.) démontre un relatif désintérêt pour le logement aidé, à la différence d'autres niches comme les résidences gérées pour étudiant·es ou personnes âgées. Bien que coustu main pour des investisseurs institutionnels et en dépit de l'intérêt renouvelé de ces derniers pour le résidentiel (Bigorgne et Le Corre 2021), le logement intermédiaire n'est pas présenté comme *la* porte d'entrée des investisseurs institutionnels vers le résidentiel ; tandis que le logement social est rarement abordé.

Il existe même une certaine confusion entre le produit de logement intermédiaire tel qu'il est défini au plan réglementaire depuis 2014 d'une part, et les initiatives d'acteurs pionniers pour en promouvoir l'intérêt auprès des investisseurs institutionnels, d'autre part. Dans l'une des rares études consacrées à la question, CBRE présente le Fonds de Logement Intermédiaire créé par CDC Habitat ainsi qu'Action Logement comme le « nouveau visage du logement social »¹⁰, sans les promouvoir comme de nouvelles opportunités à saisir pour les investisseurs des marchés financiers. D'autres sociétés plus spécialisées dans le logement, comme Ikory, s'intéressent davantage au potentiel du logement aidé ou de ses acteurs pour les marchés financiers. Ce cabinet scrute les initiatives de CDC Habitat à destination des investisseurs institutionnels, soit dans le secteur libre, soit dans l'intermédiaire. À l'occasion de la loi ELAN, il publie par exemple une note de portée plus générale détaillant le cadre réglementaire du logement social et intermédiaire et les principaux points de réforme envisagés, sans toutefois les présenter comme des atouts du point de vue des investisseurs institutionnels¹¹.

Il est difficile de fournir une interprétation définitive sur le constat du faible intérêt porté par ces sociétés de conseil en immobilier à l'égard du logement aidé. Faut-il effectivement voir dans la place marginale du logement intermédiaire et social dans leur discours, le reflet d'un faible intérêt des professionnels de l'immobilier financiarisé pour ce secteur ? Est-ce plutôt le fait que les programmes de production de logements aidés les plus importants reposent sur des relations directes entre acteurs parapublics et promoteurs immobiliers soit contractualisées (partenariats CDC Habitat), soit internalisées (Action Logement) ? Autrement dit, que les montages retenus à ce jour ne mobilisent guère les conseils en immobilier ? Contrairement au rôle central joué par leurs équipes en charge des transactions, par exemple lors de la vente d'un bâtiment de bureau d'un promoteur à un investisseur, ou entre investisseurs, ceci les rendrait alors moins sensibles à l'intérêt manifesté par des investisseurs institutionnels. Peut-être faut-il aussi

¹⁰ CBRE, « Le logement social en mutation », *ViewPoint*, juin 2017, [en ligne](#).

¹¹ Ikory, « Logement social et intermédiaire - Spécial Loi ELAN 2018 », mars 2018, [en ligne](#).

y voir le temps d'adaptation de ces acteurs des marchés de l'investissement à un processus émergent. Parce que leurs observations s'appuient sur l'analyse des transactions, il peut y avoir un décalage entre l'inflexion dans les stratégies d'investissement des acteurs des marchés financiers et leur matérialisation effective dans les rapports de marché des sociétés de conseil.

1.2. Une multiplication de signaux faibles

En dépit de leur caractère discret et épars, les signaux faibles attestant de tentatives de transformer des logements aidés en actifs financiers s'amplifient. En fonction des instruments mobilisés, deux circuits de financement adossés aux marchés des capitaux y contribuent : les capitaux propres (*equity*) dont la rémunération est liée au taux de profit de l'exploitation des logements, d'une part ; la dette, d'autre part, dont la rémunération passe par le taux d'intérêt acquitté par les emprunteurs. Par hypothèse, ces instruments ont pour point commun leur caractère « financiarisant » au sens où ils exposent les logements, leurs locataires et leurs bailleurs aux capitaux ainsi qu'aux rationalités et pratiques calculatoires issues de la finance de marché mobilisées dans la perspective d'extraire des surplus au profit des investisseurs.

1.2.1. *Lever des capitaux auprès des marchés financiers*

À la recherche d'argent frais pour soutenir leurs stratégies de développement dans un contexte de limitation des aides publiques, les acteurs du mouvement Hlm peuvent chercher à tirer profit des liquidités abondantes circulant sur les marchés financiers. Une première modalité consiste à compléter leurs propres ressources en sollicitant des apports financiers auprès des marchés sous forme de capitaux propres¹². Ces derniers ont été mobilisés dans deux dispositifs créés par la puissance publique en 2014, année qui apparaît rétrospectivement comme un point d'inflexion dans la financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire : le logement locatif intermédiaire (LLI), et l'usufruit locatif social (ULS).

1.2.1.1. *De l'expérimentation à l'industrialisation : le modèle CDC Habitat / Ampere Gestion*

En 2014, une filiale de la Caisse des dépôts et consignations, la Société Nationale Immobilière (SNI), devenue CDC Habitat en 2018¹³, crée plusieurs instruments de financement de la production de

¹² La distinction usuelle entre capitaux propres, correspondant aux apports des actionnaires, et dette levée sur les marchés financiers, renvoie à une différenciation dans l'ordre de priorité de recouvrement des capitaux investis. Les détenteurs de titres de dette sont prioritaires sur le bilan financier par rapport aux actionnaires. Ces deux modalités participent néanmoins d'un continuum d'investissement sous-tendu par l'optimisation du rendement ajusté du niveau de risque perçu, et qui est ancré par rapport à des actifs considérés comme sans risque, à l'image des obligations assimilables du Trésor (OAT) émises par l'État à 10 ans.

¹³ Pour faciliter la compréhension, nous faisons référence à CDC Habitat dans l'ensemble du texte même lorsque cet acteur portait d'autres noms, comme la Société Nationale Immobilière (SNI). Il s'agit à l'époque d'une société d'économie mixte (SEM), qui gère elle-même des logements sociaux, historiquement réservés au profit des personnels du ministère de la Défense. Elle est aussi société-mère d'une douzaine d'ESH, qui gèrent de nombreux logements sociaux dans toute la France. Le parc immobilier de la SNI est issu de l'activité de la Société civile immobilière de la Caisse des dépôts et consignations (SCIC), dont le développement a été important au cours des Trente Glorieuses et qui a été financé à l'aide de prêts Hlm, mais pas uniquement. Dans les années 1990, il a été décidé de séparer les activités Hlm de la société de ses activités commerciales, en créant d'une part la SNI et d'autre part la société Icade, dont les compétences en matière de promotion immobilière et de gestion de patrimoine à but lucratif ont par la suite été renforcées. À partir de 2005, le projet de mise en bourse d'Icade, finalement concrétisé quelques années plus tard, accroît encore son éloignement de la SNI (Fréteigny, 2015). Au cours des années 2010, la SNI revoit son organisation interne de façon à favoriser

logements locatifs intermédiaires, nouveau produit qui fait parallèlement l'objet d'une réglementation dédiée (cf. Encadré 2). Parmi ces instruments, figure un fonds d'investissement (baptisé dans un premier temps « Argos », puis Fonds de logement intermédiaire, FLI). En mobilisant ce type d'instruments, elle cherche à attirer les investisseurs institutionnels, en particulier des compagnies d'assurance qui bénéficient d'avantages fiscaux¹⁴. Le recours au format des fonds d'investissement a l'intérêt de créer de la liquidité pour les investisseurs : ces derniers ne sont pas directement propriétaires des bâtiments, mais de parts du véhicule qui détient ce parc immobilier. Ainsi, sous réserve de la documentation juridique spécifique à chaque fonds, les investisseurs sont potentiellement libres d'acheter et de vendre leurs parts sur un marché secondaire, ce qui leur permet de bénéficier d'éventuelles plus-values sans attendre la revente, en pratique plus longue, des biens immobiliers.

les mutualisations entre ses propres activités et celles de ses filiales, dans un mouvement de rationalisation qui traverse alors l'ensemble du secteur Hlm (Gimat, 2017). Cela aboutit, à la fin de la décennie, à une fusion de la société-mère et de la quasi-totalité de ses filiales ainsi qu'à une réorganisation du groupe autour de deux structures : CDC Habitat, une SEM filiale à 100 % de la Caisse des dépôts et consignations, et sa filiale CDC Habitat social, une ESH. La première structure porte surtout les activités commerciales du groupe (dont la production de logements intermédiaires), tandis que la deuxième porte principalement ses activités Hlm. Cette séparation institutionnelle n'empêche pas, dans les faits, que certaines équipes travaillent tantôt pour le compte de CDC Habitat et tantôt pour celui de CDC Habitat social.

¹⁴ À travers les contrats « vie-génération », dont les avantages fiscaux sont conditionnés à l'investissement d'un tiers de leurs encours dans le financement de PME ou du logement intermédiaire, conformément aux recommandations du rapport des députés Berger et Lefebvre publié en avril 2013 (cf. section 3.1, p. 29).

ENCADRÉ 2. LA DIVERSITÉ DU LOGEMENT LOCATIF INTERMÉDIAIRE

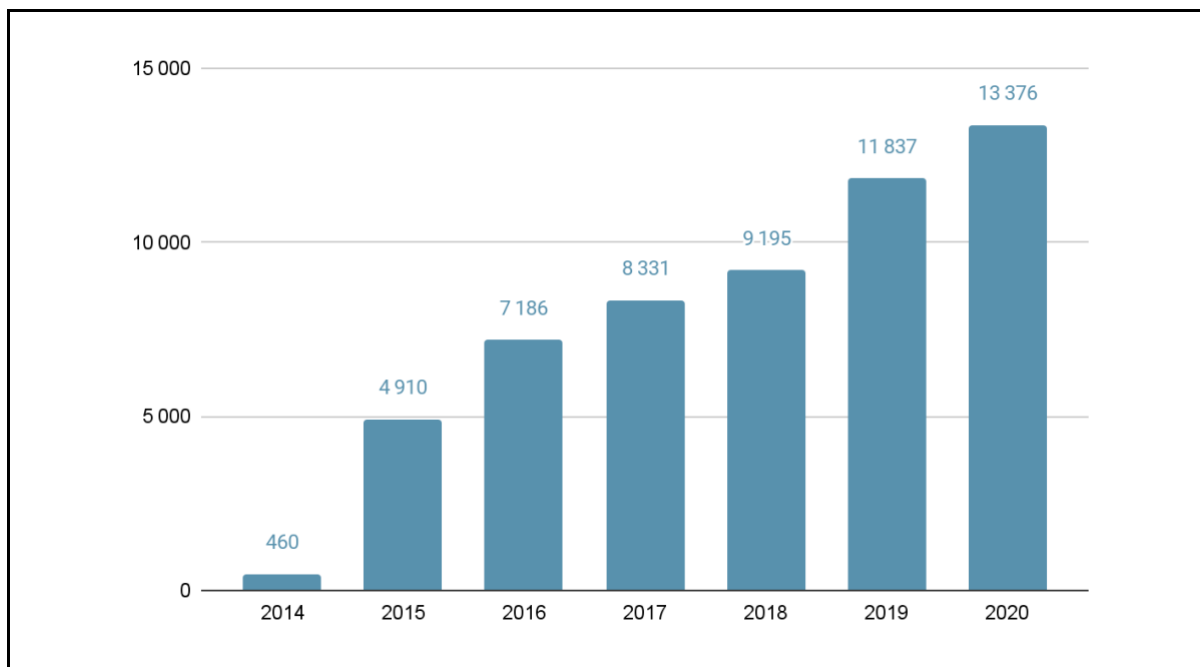
L'expression « logement locatif intermédiaire » renvoie à des logements dont les caractéristiques, les propriétaires et l'occupation diffèrent. À un niveau très général, l'expression désigne des logements qui ont, du fait de leurs loyers et/ou des plafonds de ressources que doivent respecter leurs occupants au moment de l'entrée dans le logement, une place intermédiaire entre le logement social et les logements mis en location au prix de marché. Cette offre a notamment été développée par des organismes Hlm au cours des Trente glorieuses en mobilisant différentes sources de financement, dont les financements Immeubles à loyers normaux (ILN), les primes et prêts du Crédit foncier et des ressources issues de la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC) (Effosse, 2003).

En 2001, des décrets chargent la Banque des territoires de proposer un produit de financement permettant le développement de logements à loyer intermédiaire, le prêt locatif intermédiaire (PLI). Ce prêt peut être distribué à toute personne physique ou morale et il ne donne droit ni à des subventions, ni à un avantage fiscal. Les logements financés à l'aide de PLI ne nécessitent pas d'autorisation administrative s'ils sont situés en zone A ou B du zonage ABC, mais ils doivent respecter des plafonds de loyer et de ressources des locataires (aujourd'hui, ceux définis pour le dispositif de défiscalisation Pinel)¹⁵. En 2021, l'enveloppe de PLI disponible était de 1,5 Mds€ (Ministère chargé du Logement, 2021). Entre 2015 et 2021, 21 003 logements ont été construits par des organismes Hlm et opérateurs assimilés en France métropolitaine à l'aide de ce type de prêt (SOeS, 2021).

La loi de finances initiale pour 2014 ajoute à ces dispositifs un régime fiscal spécifique pour la construction de logements locatifs intermédiaires (LLI), réservé aux investisseurs institutionnels, aux organismes Hlm, aux filiales d'Action Logement Immobilier et aux établissements publics administratifs. Les LLI peuvent être financés à l'aide d'un PLI, mais ce n'est pas une obligation¹⁶. Jusqu'en 2021, leur construction nécessitait un agrément accordé par le préfet de département ou, depuis 2015, par un délégataire des aides à la pierre (EPCI, départements). Le régime LLI donne accès à deux types d'avantages fiscaux : un taux de TVA à 10 % et une exonération de taxe foncière sur la propriété bâtie d'une durée maximale de 20 ans (qui prend fin en cas de cession du logement). En contrepartie, les LLI sont soumis aux plafonds de loyers et de ressources applicables au dispositif de défiscalisation Pinel. Ils ne peuvent être construits que dans les zones A et B1 du zonage ABC. Ils sont aussi soumis à une obligation de location pendant 20 ans, mais 50 % des logements d'une opération peuvent être cédés à partir de la 11^{ème} année, et l'ensemble des logements à partir de la 16^{ème} année¹⁷. Enfin, les LLI sont soumis à des obligations en matière de mixité sociale : ils doivent être intégrés dans un ensemble immobilier dont la surface de plancher est composée à au moins 25 % de logements sociaux (sauf dans les communes comprenant plus de 35 % de logements sociaux et dans les quartiers du nouveau programme de rénovation urbaine) et il est impossible d'en construire dans les communes carencées en logements sociaux au sens de l'article 55 de la loi SRU (IPR, 2020). Il est à noter que ni les logements financés à l'aide d'un PLI, ni les logements profitant du régime LLI ne sont comptabilisés comme des logements sociaux au titre de l'article 55 de la loi SRU.

Entre 2014 et 2020, 55 595 LLI ont été agréés en France (cf. Graphique 1), mais certains projets ont pu être retardés ou abandonnés après la délivrance de l'agrément. Près d'un logement intermédiaire sur deux a été produit par CDC Habitat, et 18 % ont été financés par le FLI et les autres fonds de sa filiale Ampère Gestion (Jevakhoff et al. 2021, p. 136).

GRAPHIQUE 1. NOMBRE DE LLI AGRÉÉS ENTRE 2014 ET 2020 EN FRANCE



Source : Ministère de la Transition écologique, 2021, Bilan 2020 des logements aidés

À partir de 2020-2021, plusieurs réformes ont été mises en œuvre ou annoncées afin d'accroître le recours à ce régime. La loi de finances pour 2021 a d'abord supprimé l'agrément, la production de LLI n'étant ainsi plus soumise à autorisation administrative. L'exonération de TFPB était par ailleurs régulièrement citée par des élus comme un frein à la production de LLI : dans la mesure où elle ne fait l'objet d'aucune compensation par l'État, elle affecte en effet les ressources des collectivités territoriales. Pour lever ces réticences des collectivités, J. Castex en a annoncé la suppression en septembre 2021 : elle sera transformée en « un crédit d'impôt d'un montant équivalent pour les porteurs de projet, pris en charge par le budget de l'État »¹⁸.

Dans le cas du FLI, la gestion du fonds est confiée à une filiale de CDC Habitat constituée pour l'occasion, Ampère Gestion. Agréée comme société de gestion de portefeuille par l'Autorité des marchés financiers (AMF), cette filiale est composée d'une petite équipe de professionnels recrutés dans les rangs de l'industrie de l'immobilier financiarisé, laquelle est dirigée par Vincent Mahé, un haut fonctionnaire proche du président de CDC Habitat, André Yché, qu'il remplacera finalement en 2020. En pratique, Ampère s'occupe de toutes les étapes de la gestion d'un fonds d'investissement immobilier : élaboration d'une stratégie d'investissement visant à lever des capitaux auprès des investisseurs (*fund management*), exécution

¹⁵ Le zonage ABC a été créé de façon à différencier la politique du logement en fonction de différents niveaux de « tension » des marchés immobiliers, les zones A étant celles au sein desquelles le décalage entre offre et demande de logements est la plus importante. Ce zonage a notamment été mis au point pour les dispositifs d'incitation à l'investissement locatif reposant sur la défiscalisation, dont le Pinel fait partie.

¹⁶ Les PLI permettent de financer la construction de logements (y compris en VEFA), leur acquisition avec ou sans travaux et l'acquisition de tout type de local en vue de leur transformation en logement. Le régime LLI n'est applicable qu'à la construction de logements et à la transformation d'immeubles de bureaux existants en logements.

¹⁷ L'acquéreur n'est soumis à aucune condition s'il décide de remettre en location les logements.

¹⁸ Aurélien Wälti, « Jean Castex annonce la compensation pour les communes de l'exonération de taxe foncière sur les logements sociaux », *Maire Info*, 29 septembre 2021, [en ligne](#) ; voir aussi IPR, 2020 sur les réticences des élus.

de ladite stratégie (*investment management*) et gestion du patrimoine jusqu'à sa revente (*asset management*)¹⁹. Cette activité de gestion pour compte de tiers est traditionnellement rémunérée par des commissions (forfait et prime au résultat), tandis que les investisseurs bénéficient des flux de revenus locatifs (loyers), d'une éventuelle plus-value à la revente encadrée dans le cas du logement intermédiaire par la réglementation nationale (ainsi que de la variation de la valeur des titres du fonds lorsqu'ils sont échangeables à d'autres investisseurs sur un marché secondaire).

À la suite de deux levées de fonds (juillet 2014, puis août 2015), Ampère Gestion a réuni 1,045 Md€ apportés par une quinzaine d'investisseurs principalement français. Parmi ces derniers, on compte des compagnies d'assurance et des mutuelles (Assurances du crédit mutuel, Ag2r, Allianz, Aviva France, BNP Paribas Cardif, CNP Assurances, Generali, MAIF, Malakoff Médéric, Natixis Assurances, Neuflyze OBC, Predica, SMABTP), des fonds de pension (Établissement de la retraite additionnelle de la fonction publique, Fonds de réserve des retraites), et des fonds du secteur de l'énergie (Areva, EDF Invest). Couplés à des emprunts, ces capitaux doivent permettre de produire 10 000 logements intermédiaires dans les secteurs les plus tendus des grandes agglomérations²⁰.

L'initiative est présentée par ses responsables comme un « printemps du logement pour les institutionnels », dont « une partie retrouve le chemin de l'immobilier résidentiel » grâce à la SNI : selon eux, « c'est un regain d'intérêt, presque un retour en grâce »²¹. Ces derniers reconnaissent pourtant que les premières tentatives de levée de fonds ne font pas l'unanimité auprès des investisseurs institutionnels²². Leur succès a nécessité l'implication de l'État, qui a fait appel à des organismes parapublics comme l'ERAFP ou EDF et a pesé auprès de compagnies d'assurance privées (Bigorgne et Le Corre 2021). En dépit de ces difficultés, cette première expérimentation d'implication des investisseurs institutionnels dans le secteur du logement intermédiaire à travers un instrument de type fonds est devenue un véritable modèle pour CDC Habitat et sa filiale Ampère Gestion, qui l'ont étendu à une variété de politiques publiques, de sorte que le FLI apparaît rétrospectivement comme le prototype à partir duquel a été élaborée ensuite une stratégie industrielle, consistant à multiplier les fonds tout en diversifiant les domaines d'intervention.

En 2017, CDC Habitat engage cette diversification au sein du logement aidé avec la création du fonds Hémisphère, qui vise à produire 10 000 places d'hébergement d'urgence, dont la moitié pour des exilés. Dévoilé lors du Mipim, le plus grand salon mondial de l'immobilier à Cannes, il est capitalisé à hauteur de 100 M€ par plusieurs compagnies d'assurance (Aviva, BNP Paribas Cardif, CNP Assurances, MAIF, ProBTP) et complété par un prêt de la Banque Européenne d'Investissement d'un montant

¹⁹ La gestion locative du parc (*property management*) est assurée par le réseau des agences régionales de CDC Habitat. C'est d'ailleurs vraisemblablement l'un des atouts du fonds aux yeux des investisseurs institutionnels. Ces derniers reprochent souvent au secteur résidentiel la granularité trop fine des « actifs » qui impose une importante gestion locative, ce que l'externalisation auprès de CDC Habitat permet de résoudre.

²⁰ En février 2017, 38 % des investissements étaient localisés en Île-de-France, 12 % en Côte d'Azur-Var Est, 10 % à Marseille-Aix, et 5 % respectivement à Bordeaux, Toulouse, Lille et Lyon (« Ampère Gestion célèbre les deux ans de ses fonds logements intermédiaires en dépassant ses objectifs », communiqué de presse, 2 février 2017, [en ligne](#)).

²¹ « 2015 : un printemps du logement pour les institutionnels ? », *Business Immo*, 20 mai 2015, [en ligne](#).

²² « André Yché, groupe SNI 'Pourquoi le FLI est une innovation essentielle sur le marché du logement' », *Business Immo*, 11 décembre 2014, [en ligne](#).

équivalent. La gestion locative est confiée à Adoma (ex-Sonacotra), une autre filiale du groupe CDC historiquement spécialisée dans la construction et la gestion de foyers de travailleurs, notamment algériens. Il s'agit d'un fonds à impact social, au sens où la rémunération des investisseurs dépend de l'atteinte de critères évalués par un tiers (KPMG, une société multinationale d'audit)²³. Une grande partie du portefeuille est constituée d'anciens hôtels du segment économique (enseigne « Formule 1 ») situés en périphérie d'agglomérations de taille moyenne, rachetés au groupe Accor, et transformés en centres d'hébergement d'urgence²⁴.

En 2018, un second fonds de logement intermédiaire (FLI 2) est lancé, avec pour objectif la production de 8 000 logements intermédiaires et 2 000 places en résidences étudiantes ou senior. Après une seconde levée de fonds (octobre 2019), il regroupe une quinzaine d'investisseurs institutionnels, dont des investisseurs étrangers (comme PGGM, fonds de pension néerlandais) qui apportent un quart des capitaux. Cette levée de fonds est célébrée par ses dirigeants comme « la plus importante dans le secteur résidentiel en Europe depuis 3 ans », dont l'ampleur « illustre bien ce qu'est devenu le logement intermédiaire depuis sa création : un produit institutionnel qui a toute sa place dans une allocation d'actifs »²⁵, en d'autres termes un produit d'investissement pour les marchés financiers.

En pleine pandémie de Covid-19, à la suite d'une « note explosive » publiée par la CDC sur les réformes de l'hôpital public²⁶, CDC Habitat annonce la création d'une foncière médico-sociale en partenariat avec la Nouvelle entreprise en santé (NEHS, ex-Mutuelle nationale des Hospitaliers) et des investisseurs institutionnels. En visant une levée de fonds de 400 M€, il s'agit de « porter une nouvelle dynamique de rénovation, de restructuration et de développement du parc médico-social et du foncier hospitalier pour répondre aux enjeux du vieillissement », soit en finançant des établissements (type EPHAD) offrant des places à des tarifs inférieurs à l'offre privée, soit en restructurant certains équipements hospitaliers pour les seniors, ou encore en créant des équipements pour les soignants (crèches, résidences étudiantes, restaurant)²⁷. Si ces produits immobiliers ne bénéficient pas tous de prêts et subventions gérés par la Banque des territoires ou le ministère du Logement, leur exploitation est néanmoins facilitée par d'autres types d'aides publiques, par exemple par la prise en charge d'une partie du salaire des personnels ou la solvabilisation des occupants.

²³ Les critères retenus sont les suivants :

- Scolarisation des enfants (scolarisation 6 à 16 ans > 95 %)
- Accès aux droits sociaux (nombre ménages éligibles ayant obtenu une ouverture des droits au > 80 %)
- Personnalisation de l'accompagnement (nombre d'adultes présents ayant signé projet personnalisé > 90 %)
- Sorties positives (nombre de ménages ayant bénéficié d'un logement social ou hébergement d'insertion > 70 %)

Pour une première analyse de ce dispositif, voir l'enquête d'Anne-Sophie Simpère, « Spéculer sur l'insertion des demandeurs d'asile en France, un nouvel investissement rentable pour les financiers », *Basta!*, 21 février 2018, [en ligne](#).

²⁴ Au 31 décembre 2017, les 58 résidences à vocation sociale étaient notamment localisées à 23 % en Île-de-France, 21 % en Auvergne-Rhône-Alpes, 21 % en Occitanie et PACA (Source : SNI, « Les contrats à impact social. L'exemple d'« Hémisphère », présentation powerpoint, avril 2018, [en ligne](#)).

²⁵ « AMPERE Gestion achève une levée de fonds record de 1,25 Mds € de fonds propre pour le Fonds de Logement Intermédiaire 2 (FLI 2) », communiqué de presse, 3 octobre 2019, [en ligne](#).

²⁶ Laurent Mauduit & Martine Orange, « Hôpital public : la note explosive de la Caisse des dépôts », *Mediapart*, 1^{er} avril 2020, [en ligne](#).

²⁷ Elsa Dicharry, « CDC Habitat créé une foncière médico-sociale », *Les Échos*, 28 septembre 2020, [en ligne](#).

Enfin, la pandémie est l'occasion d'un vaste « plan de soutien exceptionnel » au secteur immobilier, sous forme d'un appel à projets de 40 000 logements en VEFA²⁸. Lancé en 2020 par CDC Habitat, il comporte un objectif initial de production de 10 000 logements intermédiaires neufs, financés par les fonds propres du groupe ainsi que les fonds gérés par Ampère Gestion. Par son ampleur, ses justifications (soutenir l'immobilier, et par extension le secteur du bâtiment) et ses modalités (l'achat de logements en bloc), il s'apparente au plan précédent lancé par le groupe CDC au lendemain de la crise de 2008 pour la production de 30 000 logements, alors exclusivement sociaux (cf. Gimat 2017, 415-17). Comme le résume son directeur du Développement, il s'agit de « soutenir l'activité de construction et surtout de donner de la visibilité aux acteurs pour que la reprise après la crise soit rapide et surtout qu'elle soit la plus forte possible », en s'appuyant notamment sur « cette capacité d'investissement des investisseurs institutionnels aujourd'hui regroupés dans le cadre de notre société de gestion Ampère »²⁹. Ceci illustre comment, au-delà des seuls enjeux de la politique du logement, les objectifs macro-économiques gouvernementaux (en termes d'emploi et de croissance économique) sont relayés par le groupe CDC en faisant levier des capitaux des marchés financiers intéressés par le logement aidé.

Logement intermédiaire, hébergement d'urgence, médico-social : en quelques années, Ampère Gestion a avancé ses pions dans un nombre croissant de domaines relevant du logement aidé, avec en ligne de mire le logement social plus directement³⁰. Le directeur historique du groupe CDC Habitat, André Yché, ne s'est jamais caché de ses intentions de rapprocher le secteur Hlm du privé³¹ afin d'opérer, selon une expression relayée dans la presse, une « transition vers des modes de financement et d'investissement innovants »³². « Le monde des HLM, dont la SNI fait partie, est confronté à un problème de financement. Nous sommes donc intéressés par ce modèle d'entreprise privée, concurrentielle et compétitive, qui parvient à lever des fonds privés pour construire du logement social » déclare-t-il lors de la signature d'un accord de coopération avec Vonovia, l'un des plus gros investisseurs immobiliers institutionnels au monde³³. Certains articles font ainsi état de projets de fonds visant directement le secteur HLM, ce que

²⁸ « Covid-19 : CDC Habitat engage un plan de soutien exceptionnel du secteur de l'immobilier et lance un appel à projets pour la production de 40 000 logements », communiqué de presse, 27 mars 2020, [en ligne](#).

²⁹ « Interview Thierry Laget : « Covid-19 : CDC Habitat va faire appel aux zinzins pour participer à son plan de 40 000 logements » », *Business Immo*, 2 avril 2020, [en ligne](#).

³⁰ La trajectoire du pôle immobilier de la CDC est étonnamment proche de celle de son alter ego italien, la Cassa Depositi e Prestiti : cherchant à renforcer son rôle dans les politiques nationales du logement, la CDP a en effet eut un rôle pionnier dans l'expérimentation des premiers fonds immobiliers cotés *publics*, contribuant ainsi à la transformation de vastes parcs de logements sociaux en actifs financiers (Adisson et Halbert, à paraître).

³¹ Laurent Mauduit, « Vers une privatisation du n°1 du logement social », *Mediapart*, 31 janvier 2014, [en ligne](#).

³² Gaël Thomas, « SNI ouvre les portes du logement aidé aux institutionnels », *Business Immo*, 4 juillet 2017, [en ligne](#).

³³ Isabelle Rey-Lefebvre, « Logement social : les foncières privées allemandes prises pour modèle », *Le Monde*, 20 octobre 2017, [en ligne](#). Selon le communiqué de presse, cette « plateforme » associant la SNI et Vonovia a pour objet de « mettre en commun leur expertise du marché, en vue d'apprendre de leurs modèles respectifs et d'examiner ensemble des opportunités de croissance et d'investissement » (« Le Groupe SNI et Vonovia - leader du logement abordable en France et en Allemagne - signent un partenariat », communiqué de presse, 18 octobre 2017, [en ligne](#)). Il est à noter que Vonovia, comme la plupart des investisseurs institutionnels possédant de l'immobilier résidentiel en Allemagne, gère des biens dont le statut est varié malgré le fait qu'ils proviennent en grande partie de l'ancien secteur social. C'est notamment lié au système allemand de logement social, qui repose sur une convention dans laquelle le propriétaire du logement s'engage à respecter pour une durée prédéfinie (généralement de 10 à 35 ans) des règles garantissant le caractère « social » des loyers et de l'occupation des logements en l'échange d'une aide publique. En ex-Allemagne de l'Ouest, ce type de logement a pu profiter à des classes moyennes et présenter des loyers relativement proches des loyers de marché (Droste et Knorr-Siedow 2010). Aujourd'hui transférés à des investisseurs institutionnels, certains de ces

corrobores publiquement Ampère Gestion par voie de presse³⁴. Dans cette perspective, il s'agirait de restructurer le financement de logements sociaux en injectant des fonds depuis les marchés des capitaux. Ceci remettrait en cause, par hypothèse, l'étanchéité du circuit historique du logement social, car le réinvestissement des surplus de gestion locative dans le parc immobilier social serait soumis à la rémunération préalable des actionnaires.

1.2.1.2. *Le LLI, un nouveau souffle pour Action Logement ?*

Ces différentes initiatives de CDC Habitat/Ampère Gestion font rapidement des émules parmi les acteurs du secteur (para)public. En 2019, In'li, filiale d'Action Logement dirigée alors par l'ex-secrétaire d'État au Logement Benoist Apparu, annonce son projet de foncière Cronos visant à produire 80 000 nouveaux logements intermédiaires d'ici dix ans³⁵. Le recours aux institutionnels *via* une foncière est présenté comme un « nouveau mode de financement pour atteindre cet objectif ambitieux »³⁶. Cronos est capitalisée pour partie par In'li (25 %) à travers l'apport de logements existants (6 000) et neufs (4 000), et pour le reste par des investisseurs institutionnels « de long terme » retenus au terme d'un appel d'offres. À l'été 2020, AXA IM - Real Assets, filiale de gestion d'actifs immobiliers de la compagnie d'assurance éponyme, annonce son entrée au capital de Cronos. Pour sa dirigeante, « cette opération est une transaction stratégique [...] qui nous permet d'offrir à nos clients l'accès à un portefeuille d'actifs résilient et de qualité »³⁷.

Ce modèle est dupliqué à l'occasion d'un partenariat entre In'li et d'autres investisseurs institutionnels (Primonial REIM, ProBTP, Midi 2i) pour la production de logements intermédiaires. Il se compose de trois volets : acquisition d'immeubles neufs (330 logements, notamment dans le 13^{ème} arrondissement de Paris, ainsi qu'à Courbevoie, Montrouge, Sèvres), développement de nouveaux programmes (336 logements, pour partie au Vésinet, à Puteaux, et à Asnières-sur-Seine) et accroissement à plus long terme du portefeuille confié à Primonial REIM, l'un des *leaders* de la gestion d'actifs immobiliers en France, qui en définit les caractéristiques et la gestion financière³⁸.

L'ESH Vilogia, dont Action Logement Immobilier est actionnaire, a pour sa part créé en 2017 une filiale dédiée au logement intermédiaire, Vilogia Privilège, qui vise une production annuelle de 400 logements. Une partie de ce développement est assuré par le biais d'un partenariat avec le gestionnaire d'actifs AEW Europe dans le cadre du fonds Résidys 2, doté de 165 M€ et dont La Poste est actionnaire

logements sont déconventionnés, et donc soumis au droit commun, tandis que d'autres sont encore conventionnés mais pour une durée limitée (Kitzmann 2017).

³⁴ « AMPERE Gestion confirme sa volonté de créer un fonds d'investissement dédié au logement social dès 2018 », communiqué de presse, 2017, [en ligne](#).

³⁵ Ces logements seraient loués prioritairement aux salariés des entreprises cotisantes de la PEEC.

³⁶ « In'li lance la création de la foncière de développement Cronos pour augmenter son offre de logements intermédiaires », communiqué de presse, 16 décembre 2019, [en ligne](#).

³⁷ « In'li et AXA IM – Real Assets s'allient pour former un nouveau partenariat stratégique pour le logement intermédiaire grâce à un investissement majeur dans le parc résidentiel francilien », communiqué de presse, 30 juillet 2020, [en ligne](#).

³⁸ « Primonial REIM, In'li, PRO BTP et MIDI 2i annoncent la signature d'un partenariat stratégique de long terme portant sur le développement de logements intermédiaires au cœur du Grand Paris », communiqué de presse, 7 octobre 2020, [en ligne](#).

majoritaire³⁹. Vilogia assure, selon le vocabulaire utilisé dans sa communication, le « *sourcing* » des logements intermédiaires du fonds (constitué aussi d'autres produits résidentiels), c'est-à-dire l'identification des opportunités immobilières et le suivi de leur construction, puis en assure ensuite la gestion⁴⁰. Action Logement met enfin en œuvre une stratégie de diversification comparable à celle de CDC Habitat/Ampère Gestion, en restructurant courant 2020 les activités de son ESH Logévie, spécialisée historiquement dans les résidences seniors, pour créer une foncière médico-sociale, appelée Eneal, qui doit acquérir et rénover des EHPAD ainsi que développer des résidences intergénérationnelles et pour personnes âgées⁴¹.

Si Action Logement déploie, en lien avec le plan d'investissement volontaire (PIV) négocié avec l'État en 2019 (cf. ci-dessous), des moyens conséquents pour marcher dans les pas de CDC Habitat, il est à noter que des acteurs de l'économie sociale et solidaire intervenant dans les domaines de l'habitat et de l'hébergement s'engagent aussi, à la même période, dans des partenariats avec la finance de marché (cf. Encadré 3).

³⁹ « Interview de Patrice Faurens, Directeur Général de Vilogia Privilège », Vilogia, 14 juin 2019, [en ligne](#).

⁴⁰ « Vilogia, atout logement des métropoles », Vilogia, dossier de presse, [en ligne](#) ; « Residys », AEW Europe, [en ligne](#) ; voir aussi : IPR, 2020.

⁴¹ « Action Logement lance Eneal, une foncière dédiée aux EHPAD », Action Logement, 18 juin 2020, [en ligne](#).

ENCADRÉ 3. DES FONDS « SOLIDAIRES » OU « À IMPACT SOCIAL » POUR LE LOGEMENT

Encore discrètes, d'autres initiatives s'efforcent d'inventer de nouveaux fonds pour mobiliser les capitaux des institutionnels. La Fondation Abbé Pierre a par exemple fondé une Société d'investissements solidaires (Solifap) avec le concours de la compagnie d'Ag2r la Mondiale, co-actionnaire de référence. Son capital est composé à plus de 50 % de gestionnaires de l'épargne salariale (Mirova Solidaires géré par Natixis, Finance et Solidarité géré par Amundi, BNP Paribas Social Impact Business France, Ecofi Investissement du Crédit Coopératif). De taille modeste, elle compte aujourd'hui 49 M€ pour la construction et la rénovation de logements aidés.

D'autres acteurs ont monté des fonds dits d'*impact investing* (fonds à impact social). En vogue depuis quelques années dans le milieu financier et notamment dans sa déclinaison immobilière⁴², ce terme repose sur l'idée de la prise en compte des retombées extra-financières des investissements, par exemple en matière environnementale ou de réinsertion sociale. En 2019, Habitat & Humanisme, association spécialisée dans la lutte contre le mal-logement, a initié le fonds Immobilier Impact Investing en partenariat avec le Samu social de Paris et Swiss Life REIM pour sa gestion, et d'autres investisseurs (IRCANTEC, Neuflyze Vie, FGTI, deux banques mutualistes et une fondation)⁴³. Sur les 450 M€ d'investissement (dont 300 M€ de fonds propres), un cinquième doit alimenter une poche dite « sociale » correspondant à des « actifs immobiliers résidentiels à fonction sociale », sous forme de location à longue durée de logements à des associations à but non lucratif pour y accueillir des personnes en réinsertion⁴⁴. Le fonds a par exemple acquis un programme de 20 appartements à Villeurbanne, mis à disposition d'Habitat & Humanisme pour l'hébergement temporaire de personnes « en situation de fragilité »⁴⁵.

1.2.1.3. Des fonds reposant sur le démembrement de la propriété du logement social

Parallèlement aux initiatives de CDC Habitat et d'Action Logement, plusieurs tentatives d'attirer les investisseurs institutionnels passent par le montage de fonds spécialisés dans l'usufruit locatif social (ULS). Initialement destiné aux ménages par la loi ENL (2006), ce produit d'investissement locatif reposant sur le démembrement de la propriété a été ouvert aux investisseurs institutionnels par la loi ALUR (2014) (cf. Encadré 4).

⁴² « L'immobilier s'engage dans l'impact investing », *Business Immo*, 12 avril 2019, [en ligne](#).

⁴³ Habitat & Humanisme mobilise l'épargne privée à travers une société foncière créée en 1986 et visée par l'Autorité des marchés financiers.

⁴⁴ Comme le précise le prospectus visé par l'Autorité des Marchés Financiers, pour les locaux destinés aux associations, « le montant du loyer est symbolique et ne permettra pas de dégager le rendement sur cette classe d'actifs. Cela étant, les charges d'entretien, de maintenance, de fonctionnement et les taxes notamment seront supportées par les Associations dans le cadre de la bonne gestion de ces immeubles » (p. 6).

⁴⁵ « Villeurbanne : Swiss Life AM et Cedrus & Partners acquièrent des logements pour le fonds Impact Investing », *Business Immo*, 3 mars 2021, [en ligne](#).

ENCADRÉ 4. L'USUFRUIT LOCATIF SOCIAL (ULS)

L'ULS consiste en l'acquisition par un investisseur de la nue-propriété d'un logement (généralement financé à l'aide d'un PLS de la Banque des territoires), l'usufruit étant cédé à un organisme Hlm qui le loue en tant que logement social et en perçoit les loyers. À l'issue d'une période de 15 à 20 ans, l'investisseur récupère l'ensemble des droits de propriété associés au logement, tandis que l'organisme Hlm propose une solution de relogement aux éventuel·les occupant·es. Présenté comme une solution parmi d'autres aux difficultés de la production Hlm dans les marchés immobiliers « tendus », ce montage aboutit à la production de logements qui ne sont plus que temporairement sociaux, et dont le coût contenu permet à l'organisme Hlm d'investir peu ou pas de fonds propres⁴⁶.

Mis en œuvre par des organismes Hlm à partir du milieu des années 1990, le recours à l'ULS a été sécurisé par la loi ENL (2006). Jusqu'au vote de la loi ALUR (2014), seuls des investisseurs personnes physiques pouvaient y avoir recours. Il est difficile d'évaluer le nombre de logements produits par ce biais en France au cours des dernières décennies. Fauconnier (2020) note que la société Perl, qui se présente comme l'acteur principal du secteur, a commercialisé environ 160 logements en ULS par an entre 2000 et 2009 et 620 par an entre 2010 et 2018.

La capacité de ce type de véhicules à attirer des investisseurs institutionnels est incertaine, tant l'ULS reste un produit à la fois atypique et dont la rentabilité n'est matérialisée que tardivement. En effet, les flux de loyers durant la période de démembrement reviennent à l'organisme Hlm usufruitier, de telle sorte que la performance financière n'intervient qu'au moment du remembrement et résulte du fait que l'investisseur obtient alors un logement en pleine propriété en n'ayant payé que la nue-propriété⁴⁷.

Dès 2014, Primonial REIM a créé, avec l'appui de la société Perl, spécialisée dans le montage de projets immobiliers en ULS, un véhicule dédié, la SCPI Patrimmo Croissance. Capitalisé en 2020 à 114 M€, il visait le développement de programmes immobiliers à Paris, Bordeaux, Nice, Antibes ou Levallois-Perret⁴⁸. En 2018, l'Agence nationale de la rénovation urbaine (ANRU) et Perl ont mis en place le fonds Initial, dont l'objectif est le développement et la rénovation d'environ 400 logements en ULS dans des quartiers prioritaires de la politique de la ville. Les fonds nécessaires (environ 50 M€) devaient provenir de Perl, du fonds de co-investissement de l'ANRU (un dispositif issu du Plan d'investissement d'avenir pour stimuler l'activité économique dans les quartiers prioritaires) mais aussi d'investisseurs institutionnels⁴⁹.

⁴⁶ Mathias Thépot, « Immobilier : le partage de la propriété peut-il faire baisser les prix ? », *La Tribune*, 24 avril 2014, [en ligne](#) ; Delphine Gerbeau, « L'usufruit locatif social monte en puissance », *La Gazette des communes*, 21 avril 2015, [en ligne](#).

⁴⁷ Voir notamment : Wendling *et al.*, 2019. Le groupe CDC, parce qu'il investit sur le très long terme, a néanmoins créé en 2018 le véhicule d'investissement Tonus Territoires, doté de 700 M€ de fonds propres devant permettre le financement de 7 000 logements sociaux et intermédiaires en ULS, mais pour lequel n'est pas prévue à court terme la recherche de co-investisseurs. Il est présenté par la CDC comme simplifiant la mise en œuvre de projets en ULS par les organismes Hlm, notamment en rendant plus souple les modalités du remembrement. Il vise aussi le rachat de logements sociaux financés à l'aide de PLS de plus de 15 ans, autorisé par la loi ELAN (2018) (« La Banque des territoires lance 'Tonus' pour muscler la construction de logements sociaux », *Localtis*, 10 septembre 2018, [en ligne](#)).

⁴⁸ Pelagie Terly, « Une SCPI bâtie sur le démembrement », *L'AGEFI Actifs*, 19 décembre 2014, [en ligne](#) ; Primonial REIM, « Immobilier résidentiel : SCPI Patrimmo Croissance », site internet, [en ligne](#).

⁴⁹ « Perl et le fonds de co-investissement PIA de l'ANRU envisagent la création du premier fonds d'investissement en nue-propriété dédié aux quartiers prioritaires de la politique de la ville », communiqué de presse, 4 décembre 2018, [en ligne](#) ; « Le fonds d'investissement en nue-propriété porté par Perl et l'ANRU sera lancé au premier trimestre 2020 », *AEF Info*, 11 décembre 2019, [en ligne](#).

1.2.2. *S'endetter sur les marchés financiers*

L'endettement constitue le second point d'articulation entre marchés des capitaux et logement aidé. Représentant 60 à 80 % des ressources des plans de financement, l'emprunt est central dans la fourniture de logements sociaux (Halbert et al. 2016). Aux prêts aux organismes Hlm fournis par les banques commerciales (cf. section 1), s'ajoute désormais la mobilisation d'instruments de crédit associés aux marchés des capitaux. Quatre principales modalités coexistent⁵⁰.

Premièrement, des établissements bancaires proposent de compléter leur offre de prêts traditionnels avec des instruments de refinancement auprès des marchés financiers, afin de bénéficier de taux d'intérêt historiquement bas. Par exemple, le groupe BPCE a proposé, en 2018, un prêt de longue durée (40 ans à taux fixe) à Partenord Habitat⁵¹. Par sa banque d'investissement Natixis, le groupe BPCE procède au refinancement de ce prêt, c'est-à-dire à sa revente à des investisseurs institutionnels internationaux (Dallier 2019, p. 61). Ces derniers sont attirés par une rémunération certes faible mais positive, et par un niveau de risque réduit en raison des garanties et contrôles propres au circuit de financement Hlm d'une part, et des garanties aux prêts apportées par les collectivités locales d'autre part. La démarche est la même avec les « prêts verts » de La Banque Postale : initialement destinés aux collectivités et aux administrations hospitalières, ils sont étendus ensuite aux organismes Hlm, en particulier pour la rénovation énergétique des bâtiments. Concrètement, la Caisse française de financement local (CAFFIL)⁵² émet des obligations vertes qui assurent le refinancement des « prêts verts » proposés par La Banque Postale. En 2021, Néolia, ESH filiale d'Action Logement localisée en Alsace et Franche-Comté, finance ainsi la réhabilitation de 50 logements sociaux dans le Territoire de Belfort pour un montant de 1,6 M€⁵³. Dernière illustration, Crédit Mutuel Arkéa a également émis une obligation « sociale » en 2019, dont le montant aura permis de financer 1 174 prêts auprès d'organismes Hlm, pour un total de presque 400 M€⁵⁴.

Deuxièmement, les organismes Hlm peuvent choisir de tirer parti des taux d'intérêt avantageux des marchés des capitaux en souscrivant des prêts directement auprès des investisseurs, par exemple à travers des fonds de dette, spécialisés dans l'apport de crédit. C'est le cas de trois organismes Hlm français qui, pour financer leurs plans de développement de logements sociaux, se sont tournés en 2020 vers Aberdeen Standard Investment. Cette société internationale de gestion d'actifs a structuré pour environ 90 M€ de

⁵⁰ Ouverts aux organismes Hlm en 2018 par la loi ELAN, les titres participatifs en constituent une autre forme possible. En pratique, ils sont souscrits uniquement par des acteurs du mouvement Hlm, la CDC leur consacrant 800 M€ et Action Logement 300 M€. Produit peu flexible, à durée de maturité longue et incertaine, « le mécanisme en place n'apparaît pas correspondre aux attentes d'investisseurs institutionnels dont les exigences de rentabilité sont sensiblement supérieures. » (Wendling et al. 2019, p. 35).

⁵¹ Groupe BPCE, « Le Crédit Foncier et la Caisse d'Épargne Hauts de France mettent en place le premier prêt de 40 millions d'euros, à taux fixe et sur une durée de 40 ans, en faveur de Partenord Habitat », communiqué de presse, 20 décembre 2018, [en ligne](#).

⁵² Filiale de la SFIL, elle-même détenue par la Caisse des dépôts suite à la faillite de Dexia en 2013 (Club Finances G, « La SFIL, désormais nouvelle filiale de la Caisse des Dépôts », 30 septembre 2020, [en ligne](#)).

⁵³ La Banque Postale, « NEOLIA : C'est la première fois que nous avons fait appel à un prêt vert », communiqué, 3 septembre 2021, [en ligne](#). Pour mémoire, La Banque Postale fait partie du Groupe La Poste détenu en majorité par la CDC.

⁵⁴ Crédit Mutuel Arkéa, « Rapport d'allocation et d'impact. Social & green bonds », septembre 2021, [en ligne](#).

prêts en mobilisant les fonds d'une caisse de retraite privée britannique (Phoenix Group)⁵⁵. Si la perspective de rémunération est relativement faible pour cette dernière, elle est considérée comme à la fois sécurisée et ajustée à l'horizon temporel de clients dont elle gère l'épargne-retraite. Il en va de même pour les organismes Hlm qui pourraient solliciter le fonds France Habitat créé par le gestionnaire d'actifs Horizon AM dans la perspective « d'accompagner des bailleurs sociaux et des promoteurs locaux dans le développement d'opérations à vocation sociale et écoresponsable »⁵⁶.

Troisièmement, les organismes Hlm ont de plus en plus recours à des émissions obligataires auprès des investisseurs, c'est-à-dire à l'émission de créances vendues directement sur les marchés des capitaux. Constatant le tarissement des prêts bancaires de long-terme, CDC Habitat explore cette piste dès 2011 afin de compléter les outils de financement de la construction de logements intermédiaires. Après avoir levé 250 M€ sur les marchés de capitaux, CDC Habitat se voit décerner la note AA par l'agence Fitch⁵⁷. En 2018, de nouveaux programmes obligataires sont lancés à hauteur de 500 M€ (relevés à 800 M€ l'année suivante)⁵⁸. Plus généralement, avec 19 émissions pour environ 640 M€ d'encours en 2019, les organismes Hlm totalisent aujourd'hui près de la moitié de l'ensemble des émissions du secteur immobilier français⁵⁹. Ainsi, après avoir obtenu la note A+/stable/A1 auprès de l'agence S&P, Grand Delta Habitat, la plus grande coopérative Hlm de France, a procédé à deux émissions obligataires à 25 et 30 ans. Sauf évolution défavorable des taux, la tendance est amenée à s'amplifier puisque le nombre de bailleurs en cours d'évaluation par les agences de notation financière excède désormais celui des organismes déjà évalués (cf. Illustration 1). L'ambition de ces organismes Hlm est double : en tirant parti de taux attractifs, ils comptent améliorer à la fois la gestion de leur trésorerie à court terme et accélérer le déploiement de leurs programmes d'investissement à moyen terme.

⁵⁵ « Aberdeen Standard Investments investit 90 M€ auprès de trois bailleurs sociaux français », *Business Immo*, 17 septembre 2020, [en ligne](#).

⁵⁶ « Horizon AM démarre la levée de fonds d'Horizon Impact », *Business Immo*, 11 avril 2019, [en ligne](#).

⁵⁷ « La SNI procède en 2012 à sa notation auprès des agences spécialisées et réalise une émission obligataire pour 250 M€ (Le blog des institutionnels, « La Société Nationale Immobilière est notée AA par l'agence Fitch », 10 juillet 2012, [en ligne](#)).

⁵⁸ « L'agence Fitch confirme la note « AA- » de CDC Habitat, qui renforce sa présence sur le marché des titres négociables », communiqué de presse, 18 juillet 2019, [en ligne](#).

⁵⁹ « Loré Finances, « Les opportunités des financements désintermédiés pour les Bailleurs Sociaux », communiqué, 7 février 2020, [en ligne](#).

ILLUSTRATION 1. DES ORGANISMES HLM SOUS LE REGARD DES AGENCES DE NOTATION

	Agence de notation	EQ. Moodys	Note CT
Vilogia	Moody's	A1	P-1
	Fitch	A3	F2
Vallogis	Moody's	A1	P-1
CDC	Fitch	Aa3	F1+
Clesence	Fitch	A3	F1
Neolia	Moody's	-	P-1
Maisons & Cités	S&P	A1	a+
Batigere	Moody's	A1	P-1
Vogelis	Moody's	Aa3	P-1
Alliade	Moody's	A1	P-1
Clairsienne	Moody's	-	P-1
Halpades	Moody's	A1	P-1
Partenord Habitat	Moody's	Aa3	P-1
Logirep	Fitch	A2	F1+
Grand Delta Habitat	S&P	A1	a+

Source : Loré Finance, « Les opportunités des financements désintermédiés pour les bailleurs sociaux », 7 février 2020, [en ligne](#)

Une évolution similaire affecte Action Logement. À l'origine, la puissance financière de cet organisme cogéré par des représentants des employeurs et des salariés provenait des contributions obligatoires des entreprises (la participation de l'employeur à l'effort de construction ou PEEC). Face aux prélèvements répétés de l'État depuis une vingtaine d'années⁶⁰, Action Logement a été incité à faire évoluer le financement de son plan d'action en se tournant vers le marché des capitaux. Deux tiers du Programme d'investissement volontaire (PIV) signé en 2019 avec l'État (soit quelques 6 Mds€) seront levés auprès des marchés financiers. L'ampleur de cette évolution est illustrée par la première émission obligataire qui, par son montant (1 Md€), représentait la plus importante opération de ce type à l'échelle européenne en 2019.

Quatrièmement, le secteur du logement social est indirectement rattaché aux marchés financiers par le biais des aides des collectivités territoriales. Les émissions obligataires du Conseil régional d'Ile-de-France depuis 2012 incluent par exemple systématiquement les aides à destination du mouvement Hlm, comptant pour 15 % en moyenne des montants alloués entre 2012 et 2016⁶¹. D'autres conseils régionaux (PACA, Hauts-de-France) ou municipalités (Paris) en font autant.

Au total, nous observons une multiplication de signaux faibles qui attestent d'expérimentations variées visant à inclure les logements aidés dans le domaine d'activité des marchés financiers. Si l'évolution reste encore relativement discrète, et éparse, tant du côté des capitaux propres que de la dette, la transformation de ces logements en actifs financiers est à l'œuvre. On remarque d'ores et déjà que de telles

⁶⁰ Cette manne est mobilisée dans le cadre du financement du logement social (fonds national des aides au logement, fonds national des aides à la pierre), pour assurer le financement de la politique de rénovation urbaine (financement ANRU), de mixité sociale (Foncière Logement) ou de revitalisation des centres des villes moyennes (plan national Action Coeur de ville).

⁶¹ Région Île-de-France, *Stratégie de financement verte et responsable et premiers éléments sur le reporting*, 2016, [en ligne](#), p. 3.

initiatives ne sont pas étrangères au secteur du logement aidé lui-même : des opérateurs publics sont directement impliqués à l'image de CDC Habitat ou d'Action Logement par exemple, sans compter des évolutions réglementaires favorables, notamment avec la création du régime fiscal du logement locatif intermédiaire et de l'usufruit locatif social en 2014. Il s'agit désormais de comprendre les facteurs de cette financiarisation à petit pas.

2. Entre mise en crise du logement social et abondance de capitaux sur les marchés financiers : les facteurs de la financiarisation

Si les investisseurs sur les marchés financiers s'efforcent d'étendre leur rayon d'action au logement aidé, il est nécessaire de réinscrire la prolifération de signaux faibles à la lueur des mutations politiques et économiques qui affectent ce secteur. Il est difficile en effet de comprendre la multiplication des instruments financiers sans la réinscrire dans un contexte plus général – ce qui revient à articuler les approches « internalistes » de la financiarisation centrées sur les outils de gestion aux approches « externalistes » qui analysent les relations de pouvoir entre acteurs (cf. Chiapello 2017 sur cette distinction). Pour V. Santilli (2020), les recompositions affectant le logement social européen reflètent des processus de déstabilisation des circuits de financement qui les sous-tendent et des expérimentations visant à en recomposer de nouveaux. De ce point de vue, les signaux faibles inventoriés ci-dessus sont autant d'initiatives pour pallier la « mise en crise » du circuit de financement du logement social durant les années 2010 dans un cadre d'austérité budgétaire (2.1). Les marchés des capitaux apparaissent alors comme une opportunité pour procéder à une, voire des « remises en ordre » susceptibles de conduire à la financiarisation du logement social et intermédiaire (2.2).

2.1. Le logement social sous contrainte budgétaire

Les organismes Hlm, et plus généralement le secteur du logement social et intermédiaire, sont exposés tout au long des années 2010 à une dégradation du contexte de financement des logements aidés. Cette pression est le résultat, d'un côté, d'objectifs importants de production de logements sociaux et, de l'autre, d'une diminution des ressources publiques permettant de réaliser ces objectifs dans le contexte de la maîtrise des dépenses publiques.

Après une atonie de la production de logements sociaux au cours des années 1980 et 1990⁶², les gouvernements du début des années 2000 aspirent à relancer l'activité des organismes Hlm. Cette relance passe par des réformes des prêts de la CDC (en 1999 et 2001), puis par une mobilisation, sous forme de subventions d'investissement, du budget de l'État et des collectivités territoriales (en lien notamment avec la mise en place, à partir de 2004, du Plan de cohésion sociale) ainsi que des ressources d'Action Logement

⁶² Cette atonie est due à un faisceau de facteurs, mais en particulier à la réforme du financement du logement social décidée en 1977, qui instaure un régime d'aides à la construction Hlm moins favorable que celui qui préexistait (Zittoun, 2000).

adossées à la PEEC. Cependant, les pouvoirs publics incitent aussi les organismes Hlm à mobiliser, pour chaque opération neuve, leurs fonds propres, c'est-à-dire à réinvestir leurs surplus de gestion. Si ces fonds propres étaient occasionnellement exploités avant les années 2000, l'accroissement de la production rend nécessaire d'y avoir systématiquement recours ; de ce fait, ils sont consommés plus vite qu'ils ne se reconstituent. Cette équation pousse des organismes Hlm à faire évoluer leur gestion locative (renforcement de la lutte contre la vacance ou les impayés, par exemple) et à développer les activités lucratives permises par leur statut (production de logements en accession à la propriété ou vente d'une partie du patrimoine foncier et immobilier, par exemple). C'est cette reconfiguration des plans de financement associée au maintien d'un important effort financier de l'État qui aboutit dans les années 2000 à des niveaux de production de logements sociaux élevés, ainsi qu'à la diversification des activités de certains organismes Hlm, et ce, malgré la hausse des coûts de construction et d'accès aux terrains (Driant 2011; Gimat 2017).

À partir du milieu des années 2010, ce régime de production est fragilisé par une remise en cause du volume des subventions apportées aux organismes Hlm en raison de l'agenda de réduction des dépenses publiques. Différents cadres interprétatifs sont utilisés dans la littérature scientifique pour expliquer l'origine et le déploiement accéléré de cet agenda, qui peut notamment être analysé comme le résultat de politiques de consolidation budgétaire inscrites dans une condition « d'austérité permanente » affectant l'État-providence (Pierson 2002). Streeck (2014) considère notamment que, dans un contexte de déficit structurel des comptes publics et de recours à la dette pour combler ces déficits, apparaît un « conflit distributionnel entre des créiteurs et des citoyens » qui ont les uns et les autres « des prétentions sur les fonds publics à travers des droits respectivement contractuels et commerciaux, politiques et sociaux » (p. 155). Ce conflit est principalement dénoué dans les années 2000-2010 par des politiques favorables aux créiteurs, *via* la triple limitation des prélèvements obligatoires, de la progression des dépenses publiques et de l'endettement (voir aussi Lemoine 2016).

Ces politiques sont mises en œuvre en France aussi bien à l'échelle de l'État qu'à celle des collectivités territoriales. Au niveau du budget de l'État, le secteur du logement apparaît comme une cible privilégiée pour les politiques de consolidation budgétaire pour trois raisons : il est généralement considéré comme marginal par rapport à d'autres « piliers » de l'État-Providence comme la santé ou d'éducation (Torgersen 1987) ; il est resté plutôt centralisé, ce qui facilite la réalisation de coupes budgétaires (Driant 2011) ; enfin, du fait de son coût et des difficultés d'accès par les ménages à un logement correspondant à leurs besoins (Topalov 1987), il nécessite la mobilisation de financements importants aboutissant à des effets souvent présentés comme insuffisants par le personnel politique⁶³. Parallèlement, à partir des années 2010, les collectivités territoriales françaises sont de plus en plus associées à l'effort de redressement des comptes publics, notamment par le biais du gel, puis de la baisse de la dotation globale de fonctionnement, par la fixation d'objectifs de redressement financier ou encore par les évolutions de la fiscalité locale

⁶³ Le programme d'Emmanuel Macron en 2017 est représentatif de cette tendance, partant du constat selon lequel « nous dépensons chaque année 40 milliards d'euros dans la politique du logement » mais qu'on « compte encore 4 millions de mal-logés dans notre pays » (En Marche, « Le programme d'Emmanuel Macron pour le logement », *Le programme d'Emmanuel Macron*, 2017, [en ligne](#)).

(Halbert et al. 2021). Sous la contrainte ou par adhésion, certaines d'entre elles mettent donc aussi en œuvre des politiques de maîtrise de leurs dépenses.

Ces évolutions aboutissent à contenir le volume des aides apportées au secteur Hlm par les acteurs publics, en commençant par celles provenant de l'État⁶⁴ : en moyenne, celles-ci passent entre 2000 et 2018 de 7 à 2 % des plans de financement des nouveaux logements sociaux (USH 2019). Dans la mesure où elle n'est que très partiellement compensée par les subventions des collectivités territoriales et s'accompagne d'autres difficultés⁶⁵, cette baisse accentue le besoin en fonds propres : en d'autres termes, le maintien d'un niveau élevé de production de logements sociaux dépend de façon croissante de la capacité des organismes Hlm à dégager des surplus de gestion et à réaliser des plus-values.

Or, c'est précisément cette capacité qui est remise en cause par les réformes décidées à la suite de l'élection d'Emmanuel Macron en 2017. La loi de finances pour 2018 introduit, entre autres⁶⁶, une baisse des aides personnelles au logement, compensée pour les locataires des organismes Hlm éligibles par une diminution de leurs loyers imposée par l'État aux organismes Hlm, dite réduction de loyer de solidarité (RLS). En 2018, cela correspond à une ponction d'environ 4 % de l'ensemble des loyers Hlm, soit environ 800 millions d'euros (ANCOLS 2020), un effort prévu au moins jusqu'en 2022⁶⁷. Si la RLS n'a pas entièrement déstabilisé le secteur Hlm, elle aboutit, selon une étude de la Banque des Territoires (2021) à une contraction des investissements dans la production et l'entretien du parc. Selon la même source, elle a aussi nécessité une mobilisation sans précédent des ressources d'Action Logement et de l'ingénierie financière de la Banque des Territoires, au prix d'une transformation du profil de dette des organismes Hlm les exposant à d'éventuelles difficultés financières d'ici 10 à 20 ans. Enfin, l'étude souligne que la poursuite de la production à un niveau élevé nécessiterait un recours accru à la vente de logements sociaux afin de compenser la contraction des surplus de gestion ordinaires des organismes Hlm.

Au cours des années 2010, l'action de différents acteurs étatiques contribue ainsi à une mise sous tension, voire à une « mise en crise » (Santilli 2020), du circuit de financement du logement social. Cette recomposition des modalités historiques de financement des logements sociaux se heurte à un objectif étatique visant un haut niveau de production de logements, ainsi que plus fondamentalement peut-être au

⁶⁴ Entre autres : la loi de finances pour 2011 met en place un prélèvement sur le potentiel financier des organismes Hlm, qui sera transformé en Fonds de péréquation à la suite de l'élection de François Hollande en 2013 ; les subventions directes à la production commencent à se contracter en volume à partir de 2012 ; en 2016, l'État confie à une nouvelle structure, le Fonds national des aides à la pierre (FNAP), la mission d'assurer le financement de ses subventions directes à la production : il assure 45 % du financement de ce fonds l'année de sa création, 18 % en 2017, 8 % en 2018 et 0 % depuis 2019, laissant Action Logement et les organismes Hlm en supporter le coût (Dallier, 2019 ; Estrosi-Sassone, 2019).

⁶⁵ Entre autres : hausse du prix des travaux et des terrains ; difficultés croissantes de l'État et des collectivités territoriales à apporter des opportunités foncières à des prix contenus aux organismes Hlm ; réticence de quelques collectivités territoriales à garantir gratuitement les prêts des organismes Hlm (Gimat, 2017).

⁶⁶ La loi de finances pour 2018 introduit aussi un gel des loyers pour l'année 2018 et un passage du taux de TVA sur la construction de logements sociaux de 5,5 à 10 %.

⁶⁷ L'accord entre les organismes Hlm et l'État appelé « Clause de revoyure 2020-2022 » prévoit un maintien des ponctions à environ 4,5 % des loyers, par le biais d'une hausse de la RLS à 6 %, compensée par une diminution de la contribution des organismes Hlm au FNAP et par un retour à un taux de TVA à 5,5 % sur certains types d'opérations (Lina Trabelsi, « PLF 2020 : les dispositions de la clause de revoyure maintenues », *BatiActu*, 30 septembre 2019, [en ligne](#)).

maintien de la capacité des organismes Hlm à renouveler leur patrimoine et à l'entretenir, d'autant que les exigences environnementales (et les coûts de leur prise en charge) se font croissantes.

2.2. Les marchés des capitaux à la recherche de placements immobiliers et « d'impact social »

Parallèlement, trois principales évolutions se combinent pour rendre le logement social et intermédiaire plus attractif pour les acteurs de la finance de marché. La première renvoie à l'abondance des capitaux disponibles, celle-ci faisant écho tout d'abord à de profondes évolutions politico-économiques. La sortie des accords de Bretton Woods, le démantèlement de réglementations nationales protégeant des systèmes bancaires régionaux ou nationaux et, plus généralement, la libéralisation des échanges internationaux de capitaux ont contribué à une intégration financière accélérant la circulation de ces capitaux financiers (Panitch et Konings 2008). Dans ce contexte, le développement des systèmes de retraite par capitalisation, l'essor de fonds souverains alimentés par l'excédent des balances monétaires d'État-nations (dopées ici par les ventes d'hydrocarbures, là par les excédents commerciaux), la présence de ménages épargnants dans les pays des Nordes mais aussi l'essor de classes moyennes-supérieures dans certains pays des Suds, la concentration enfin de la richesse parmi des ménages très riches sont autant de facteurs qui contribuent à soutenir la forte croissance des marchés des capitaux depuis les deux dernières décennies.

Ces évolutions structurelles sont par ailleurs redoublées dans les années 2010 par l'effet de politiques monétaires accommodantes qui, bien que présentées comme temporaires, se sont durablement installées. En réponse à la crise financière de 2008, puis à celle des dettes souveraines européennes – et dernièrement à la crise sanitaire de 2020 – la Banque centrale européenne (BCE) s'est par exemple employée à soutenir l'activité économique ainsi que les investissements des États par le recours à des programmes d'achat massifs de titres financiers auprès des investisseurs. Faute de perspectives de croissance économique stimulant la demande de crédit par des activités de l'économie réelle, les établissements prêteurs bénéficiant des rachats de leurs titres par la BCE ont privilégié des investissements destinés à l'acquisition d'actifs financiers et immobiliers, gonflant d'autant la masse monétaire disponible sur les marchés financiers.

La seconde évolution est liée à une recomposition propre au versant immobilier des marchés des capitaux. En France, si l'investissement dans le logement a pu intéresser, au côté des ménages rentiers, des acteurs des marchés des capitaux depuis le XIXe siècle au moins (Lescure 1982), le secteur a fait l'objet d'un fort désinvestissement à la fin des années 1990, au point qu'il ne restait plus qu'environ 200 000 logements dans le portefeuille des investisseurs institutionnels en 2011, contre 2 millions en 1981 (Nappi-Choulet 2012). Cette sortie du secteur résidentiel tient tout d'abord à la transformation des sociétés impliquées dans l'accompagnement des investisseurs particuliers ou institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension, fonds souverains). Sous l'influence de techniques imitées du monde anglo-américain, c'est en effet à cette même période qu'une véritable industrie de l'investissement se constitue, adoptant les principes et outils de la gestion active du patrimoine. Cette dernière alimente des stratégies

d'acquisition et de vente plus dynamiques, contrastant avec une approche traditionnelle plus soucieuse d'utiliser l'immobilier comme un rempart contre l'inflation. Les placements dans l'immobilier sont désormais exposés de manière plus continue à une comparaison de leur rentabilité respective. Or, bureaux, commerces et entrepôts logistiques offrent une alternative d'autant plus intéressante qu'outre un rendement escompté supérieur à celui du logement, leur gestion s'est largement professionnalisée. Ils contrastent avec le résidentiel pour lequel la gestion d'appartements reste atomisée, nécessitant des interactions nombreuses avec une multiplicité de locataires, contrairement à l'immobilier d'entreprise qui permet de réduire le nombre de locataires en privilégiant des « grands comptes » (Gironnet et Halbert 2018). De plus, les controverses autour de la vente à la découpe des immeubles résidentiels permettant d'assurer la rentabilité des investissements suscitent des tensions auprès des locataires, voire virent au scandale, avec des effets réputationnels pour les gestionnaires d'actifs et leurs clients-investisseurs, et donc une certaine frilosité pour une activité considérée comme politiquement trop risquée.

Or, les choses évoluent depuis 5 à 10 ans. Des investisseurs internationaux, coutumiers du secteur résidentiel en Amérique du Nord, en Allemagne ou dans des villes d'Asie s'intéressent désormais au segment résidentiel français, dont la rentabilité s'accroît en raison des tensions sur les marchés immobiliers des grandes agglomérations, tout en devenant plus intéressant face à des actifs moins risqués (dette souveraine) dont les taux ont été largement compressés (dette souveraine), notamment en raison des politiques des Banques centrales. Des sociétés de gestion immobilière industrialisent de plus en plus leurs activités avec l'essor des résidences séniors, étudiantes, d'affaires et médicale (Chaudet et Madoré 2017; Revington et August 2020; Horton 2021; Mendoza 2021). Des fonds d'investissement encouragent cet engouement en assemblant des portefeuilles résidentiels dans la perspective de les céder ultérieurement à des gestionnaires d'actifs. Faisant écho aux stratégies déployées aux États-Unis (pour le cas des maisons individuelles, voir Fields 2018), cette stratégie est par exemple incarnée par la foncière PowerHouse Habitat. Cette dernière a racheté auprès de Massena Partners et Farallon Capital Management un portefeuille de 6 700 maisons individuelles louées à des agents EDF et ouvert son capital à de nombreux institutionnels (BNP Paribas Cardif, Société Générale Insurance, OPC I BNP Paribas Diversipierre). Dans le secteur du logement étudiant, le fonds d'investissement OakTree a réuni à partir de 2014 un ensemble de résidences cumulant 2 500 lits qui ont ensuite été réunis sous la marque KLEY et revendus en 2019 à prix fort aux clients-investisseurs du gestionnaire d'actifs AXA IM⁶⁸. Enfin, l'engouement pour des actifs résidentiels de la part des investisseurs institutionnels tient à l'attrait moindre de l'immobilier d'entreprise auprès de ceux-ci. Bien que les effets de la crise sanitaire ne soient pas encore pleinement avérés, les mesures de confinement et le recours au télétravail ont réduit la demande locative pour les bureaux ou des commerces délaissés par leurs usagers⁶⁹. Ceci accélère des recompositions vraisemblablement plus structurelles liées à la montée en puissance du télétravail et du e-commerce, expliquant les inquiétudes croissantes des investisseurs face à

⁶⁸ « Axa IM - Real Assets reprend Kley à Oaktree », *Les Echos Capital Finance*, 6 novembre 2019, [en ligne](#).

⁶⁹ Elsa Dicharry et Solenn Poullennec, « Les investisseurs institutionnels retrouvent de l'appétit pour le logement », *Les Echos*, 16 octobre 2020, [en ligne](#).

une exposition trop importante à l'immobilier d'entreprise (sauf peut-être pour la logistique), par contraste avec le secteur résidentiel, délaissé depuis deux décennies.

Une troisième évolution propre au secteur de la finance joue en faveur des logements à vocation sociale plus spécifiquement. Une partie des investisseurs institutionnels transforme leurs stratégies d'allocation des capitaux pour prendre en compte plus centralement des critères dits de responsabilité environnementale et sociale. C'est ce qui contribue à l'essor de produits d'investissements présentés comme « verts », « sociaux », ou encore « durables » lorsqu'ils combinent les deux types de critères (pour une critique de la « finance verte » en général, voir Tordjman 2021; sur l'urbain en particulier voir Hilbrandt et Grubbauer 2020; Bigger et Millington 2020; García-Lamarca et Ullström 2020). Or, le secteur du logement à vocation sociale entre aisément dans les critères non seulement sociaux, mais également environnementaux. En effet, une large part des investissements est désormais consacrée à la transition écologique du parc immobilier social, depuis la rénovation énergétique des logements à la prise en compte croissante de problématiques liées à la préservation de la biodiversité ou à la lutte contre l'artificialisation des sols. Ces logements aidés constituent dès lors une opportunité bienvenue pour des institutions financières sommées par leurs propres clients-investisseurs de proposer des produits d'investissement conformes à leurs attentes de durabilité. L'intérêt des logements à vocation sociale tient également à un niveau de risque jugé faible, ce qui rend attractif des placements même lorsqu'ils sont assortis de perspectives de rémunération limitées. Au moins deux raisons sont régulièrement convoquées.

Tout d'abord, il s'agit de tirer parti de l'écart entre la demande de logements et une offre notoirement insuffisante dans certains marchés sous tension, en particulier dans des grandes agglomérations (métropoles) et certains espaces à dynamique spécifique (régions frontalières, destinations touristiques par exemple). Un large pan de la population peine ainsi à se loger. C'est le cas bien sûr des classes populaires dont les revenus modestes les amènent à rechercher un logement offrant des loyers sensiblement en dessous des prix de marché. Mais le spectre social inclut également des couches moyennes qui, afin de préserver leur capacité de mobilité (notamment pour des raisons professionnelles) ou par contrainte, ne sont pas en mesure d'acquérir une résidence principale, tout en disposant de revenus trop élevés par rapport aux plafonds des logements conventionnés (Driant et Madec 2018). Parce qu'elle est captive, cette demande locative réduit le niveau de risque perçu des investissements.

Une deuxième raison, plus spécifique aux politiques nationales, renvoie à l'importance des garanties apportées par la puissance publique aux logements sociaux, qui en fait des actifs « *too public to fail* » (c'est-à-dire qu'ils ne seront pas laissés en situation de faillite). Aides à la pierre et à la personne, circuits de financement dédiés, mobilisation de l'épargne privée à travers les livrets réglementés, garantie des principaux prêts par des acteurs publics, cadre réglementaire imposant la production de logements sociaux et intermédiaires aux édiles locaux, implication forte des collectivités et d'agences parapubliques telles que l'ANRU dans des projets d'aménagement et de renouvellement urbain : il existe tout un écheveau de mesures publiques de soutien budgétaires, réglementaires, ou politiques susceptibles de réduire les risques associés à ces derniers. En témoigne la lecture des prospectus de présentation d'Action Logement destinés

aux investisseurs institutionnels ou encore les commentaires des agences de notation évaluant des organismes Hlm se présentant devant les marchés obligataires. L'importance de la réglementation, des contrôles étroits de la part des autorités administratives, « d'un cadre de financement sécurisé », et enfin « la garantie des opérations » apportée par les collectivités locales sont systématiquement mises en avant⁷⁰.

L'intérêt renouvelé des gestionnaires d'actifs et des investisseurs institutionnels constitue alors une opportunité pour répondre à la « mise en crise » du circuit traditionnel du logement social. Les tentatives pour y apporter des solutions s'apparentent à un travail de problématisation qui, depuis une dizaine d'années, prend des allures de guerre de tranchées entre promoteurs et opposants au recours aux capitaux des marchés financiers dans le financement du logement social.

3. Le recours aux marchés financiers : solution au problème ou nouveau problème ?

Dans ce contexte qui se précise au fil des années, on assiste en effet à une « problématisation » du financement du logement social et intermédiaire, pour reprendre les termes de la sociologie politique des problèmes publics (Sheppard 2010, 531). La problématisation à l'œuvre peut se comprendre comme une opération où des conditions (ici autour du logement des ménages) sont assorties d'actions présentées comme des solutions. De ce point de vue, la publicisation du problème (ibid., 535) à travers la multiplication de rapports d'initiative publique mais aussi parfois privée, et sa transposition dans des réformes, constitue une série de tentatives pour établir, sinon expérimenter des circuits de financement pour loger les classes moyennes et populaires grâce aux ressources des marchés financiers. Ce processus fait écho au recours par l'État français aux marchés des capitaux pour financer son propre budget, résultant d'un travail de cadrage similaire faisant apparaître la finance de marché comme une solution (Lemoine 2011).

Au plan chronologique, ces tentatives se développent d'abord dans les marges du logement social à travers des réflexions sur la création d'un nouveau type de logement intermédiaire destiné aux classes moyennes (3.1), avant de s'étendre au secteur social à proprement parler (3.2), et encore de manière graduelle, si ce n'est incidente initialement, à travers la transformation de l'ULS. Sans nier l'évolution des rapports de force et équilibres partisans au cours des quinze dernières années, notons que cette problématisation s'affirme pleinement à partir du mandat de François Hollande (2012-2017), et se poursuit en allant *crescendo* au cours du premier mandat d'Emmanuel Macron (2017-2021).

3.1. Loger les classes moyennes dans le parc intermédiaire : de la mise en problème public à un instrument dédié

L'idée que l'implication des acteurs des marchés financiers dans le logement aidé puisse constituer une solution émerge dans un premier temps depuis ses marges, c'est-à-dire le logement intermédiaire. Cette catégorie de logements, au départ définie vaguement comme destinée aux classes moyennes, fait l'objet

⁷⁰ Christophe Parisot (*Fitch Ratings*), « La notation financière des entités du logement social en France », communication lors de la journée fédérale du 21 mars 2017, Fédération des ESH, p. 2, [en ligne](#). Voir aussi : Valérie Liquet, « Les entreprises sociales pour l'habitat s'interrogent sur leur positionnement dans 'le paysage économique français' », *Localtis*, 11 octobre 2017, [en ligne](#).

d'une progressive normalisation réglementaire au fur et à mesure de la traduction dans des instruments d'action publique (cf. Encadré 2, p. 12). Sa problématisation à travers différents rapports publics et privés est portée par trois principaux types d'acteurs (cf. Tableau 1). Les investisseurs institutionnels et autres intermédiaires financiers y participent activement, pour une partie d'entre eux au moins, bien qu'il ne soit pas toujours aisé d'estimer ce qui relève de leur initiative. Ce projet est également porté par des acteurs étatiques, et notamment des hauts fonctionnaires qui exercent comme dirigeants de CDC Habitat, ou des responsables politiques reconvertis dans Action Logement (comme Benoist Apparu, ex-secrétaire d'État au Logement). Pour ces organismes en lien direct avec l'État, l'appui sur les marchés des capitaux peut s'interpréter comme un moyen de regagner une légitimité et une capacité d'action. Il est également soutenu par une partie de la social-démocratie, et singulièrement le think-tank Terra Nova qui publie une série de notes sur la question (2011, 2013, 2015). Autant d'acteurs qui répondent aux sollicitations gouvernementales ou parlementaires, quand ils ne les devancent pas, en raison de leur accès aux institutions centrales.

TABLEAU 1. LES RAPPORTS SUR LE LOGEMENT LOCATIF INTERMÉDIAIRE ET LA FINANCE DE MARCHÉ

<i>Groupe/Rapport</i>	<i>Date</i>	<i>Type d'investisseurs ciblés</i>	<i>Principales mesures</i>
Commission des finances du Sénat	2008	Investisseurs institutionnels	Incitations fiscales (exonération TFPB, défiscalisation)
De Feydeau (Aspim, FSIF, FFSA, Crédit Foncier)	2011	Investisseurs institutionnels	Nouveaux instruments (sociétés, statut des logements intermédiaires), incitations fiscales (TVA 5,5 %, exonération TFPB), garantie de liquidité
Terra Nova*	2011	Investisseurs institutionnels avec obligation spécifique pour les SIIC	Obligation de détention minimale pour les SIIC (25 % valeur du patrimoine) Création de dispositifs orientant l'épargne institutionnelle vers le logement intermédiaire
Terra Nova	2013	Investisseurs institutionnels bénéficiant de la transparence fiscale (SIIC, OPCI, SCPI)	Obligation de détention minimale (1,6 % des actifs sous gestion, soit 25 Md€ à l'échelle nationale)
Berger & Lefebvre	2013	Assurance-vie	Avantages fiscaux pour les placements finançant le logement intermédiaire
Terra Nova	2015	Assurance-vie	Obligation de détention minimale (10 % du compartiment)

Source : *Élaboration des auteurs.*

* *Ce rapport porte sur le logement en général, dont l'intermédiaire*

3.1.1. Premières discussions

Les premières traces de la problématisation du financement du logement intermédiaire par le recours à des investisseurs institutionnels remontent à 2008. À cette époque, la Commission des finances du Sénat travaille sur l'implication des institutionnels dans le financement de ce type de logements. Son président Philippe Marini (UMP) explique qu'il « manque en France des logements locatifs privés ouverts aux ménages assez aisés pour sortir du logement social et qui ne peuvent ou ne veulent pas accéder à la propriété »⁷¹. De son point de vue, pour les investisseurs, « le modèle économique reste à inventer. Je vois un assez grand avantage à déplacer leur centre de gravité vers le secteur du logement intermédiaire. Ils y trouveraient un intérêt économique et y soigneraient leur image. Il faut sans doute songer à une incitation pour les motiver ». De leur côté, les investisseurs, et notamment les Sociétés d'investissement en immobilier cotée (SIIC), qui participent aux travaux, tirent parti de cette problématisation pour dénoncer, par la voix de leur représentant (la Fédération des sociétés immobilières et foncières, FSIF), l'accumulation de réformes qui leur sont défavorables, notamment en matière de rapports locatifs. Plusieurs pistes sont avancées sur la fiscalité (exonération partielle de taxe foncière, avantage fiscal comparable à ce qui existe alors pour les produits de défiscalisation type Borloo) et le coût du foncier. Mais l'initiative reste sans lendemain, probablement bouleversée par la crise financière en septembre 2008.

En 2011, souhaitant une implication plus forte des investisseurs institutionnels dans le financement du logement, le gouvernement sollicite un rapport coordonné par Bertrand de Feydeau, président de Foncière Développement Logement (filiale résidentielle de la SIIC Foncière des Régions)⁷². Il regroupe les contributions des organismes représentatifs des sociétés de gestion de portefeuille (l'Association française des sociétés de placement immobilier, Aspim), des foncières cotées (FSIF), des compagnies d'assurance (Fédération française des sociétés d'assurance, FFSA) et le Crédit Foncier, attestant une reconnaissance étatique qui, si elle astreint ces organisations à prendre en compte l'agenda gouvernemental, sont en retour invitées à participer à l'élaboration de la politique du logement qui s'appliquera à eux. D'emblée, ce groupe de travail centre sa réflexion sur le créneau intermédiaire destiné aux classes moyennes et en termes de rendement net annuel minimal (5 %). Partant, le rapport avance un dispositif clef en main. Il propose ainsi la création de nouveaux véhicules (les Sociétés immobilières dédiées au logement intermédiaires, SILI) bénéficiant d'une exonération d'impôt sur les sociétés⁷³. Il identifie également un certain nombre d'incitations fiscales (TVA à 5,5 %, exonération de TFPB sur 15 ans) et de dispositifs existants à ouvrir aux institutionnels (accès aux prêts PLS de la Banque des Territoires). Il s'agit par ailleurs de sécuriser les investissements sur le plan réglementaire à travers la définition d'un nouveau produit (plafonds de ressources, loyers, zonage) et la garantie de liquidité (possibilité de revente à 5 ans). En contrepartie, les investisseurs proposent un engagement locatif ferme (15 ans à loyer maîtrisé, avec transmission du bail aux

⁷¹ Catherine Sabbah, « Trop peu d'institutionnels retiennent l'investissement logement », *Les Échos*, 21 février 2008, [en ligne](#).

⁷² Catherine Sabbah, « Les investisseurs institutionnels au secours de la politique du logement », *Les Échos*, 9 juin 2011, [en ligne](#).

⁷³ La proposition reprend les seuils propres à la « transparence fiscale » (cf. note n°67 infra), à savoir une obligation de distribution de 85% de leurs résultats nets disponibles, et de 50% des plus-values en capital provenant des cessions d'actifs. Les SILI pourraient être cotées en bourse, auquel cas elles pourraient opter pour le régime fiscal des SIIC. Leurs souscripteurs ou actionnaires bénéficieraient d'avantages fiscaux.

locataires successifs). Cependant, le rapport n'est pas rendu public, et ses propositions ne sont pas suivies d'effet au plan politique, du moins dans l'immédiat.

Ce n'est pas faute d'intérêt pour la question de la part du champ politique. Au contraire, plusieurs mois avant la remise du rapport, le représentant de la FSIF anticipe déjà que la question de l'implication des institutionnels dans le résidentiel figurera parmi les thèmes de la campagne présidentielle, et que ces derniers peuvent s'attendre à des « décisions coercitives »⁷⁴. Dans le cadre de sa réflexion sur le programme du candidat socialiste, Terra Nova formule plusieurs propositions en ce sens. Celles-ci sont avancées par le Pôle logement du *think tank*, qui est animé par Denis Burckel, haut fonctionnaire exerçant alors chez Icade (foncière du groupe CDC⁷⁵). Dans l'optique de rompre avec la politique d'encouragement à l'accession à la propriété, Terra Nova défend une production de logements accessibles à travers une politique de relance de la construction de logements sociaux et intermédiaires. Deux mesures sont envisagées pour que les investisseurs institutionnels y participent : d'une part, la mise en place d'un quota de détention de logements pour les SIIC en contrepartie des avantages fiscaux dont elles bénéficient déjà (25 % de la valeur du patrimoine soit 100 000 logements escomptés en 10 ans) ; d'autre part, la création de dispositifs orientant l'épargne institutionnelle (banques et assurances, épargne salariale, Fonds de réserve des retraites) vers la production de logements intermédiaires.

3.1.2. Du bras de fer à l'enrôlement par l'État

Reprise pour partie par le gouvernement en la personne de Cécile Duflot, ministre de l'Égalité des territoires et du Logement, cette proposition occasionne un bras de fer avec le représentant des foncières cotées, la FSIF, pendant plusieurs mois. L'organisme oppose une fin de non-recevoir, et défend, chiffres à l'appui, les retombées des activités de ses membres au plan fiscal et économique. Il réussit à faire enterrer le projet⁷⁶. En dépit de cet échec, Terra Nova formule de nouvelles propositions dans une note de mai 2013. Celle-ci évolue par rapport à la première version : elle cible désormais exclusivement le logement intermédiaire (situé en zone tendue, avec plafonds de ressources des locataires), mais non plus seulement les SIIC. S'il s'agit toujours d'une obligation de détention d'un nombre minimal de logements (ou de parts de sociétés agréées par l'État), celle-ci s'étend désormais à tous les investisseurs bénéficiant du statut de la transparence fiscale⁷⁷.

⁷⁴ Catherine Sabbah, « 'Zinzins'. 'Avec la campagne présidentielle va resurgir la question des...' », *Les Échos*, 13 janvier 2011, [en ligne](#).

⁷⁵ Deux ans auparavant, Icade s'était engagé dans la cession en bloc de son portefeuille de 35 000 logements situés en première couronne parisienne, pour la plupart intermédiaires (Martine Orange, « 35 000 logements sociaux vendus : élus et HLM s'inquiètent », *Mediapart*, 15 avril 2009, [en ligne](#)). Il a été racheté par un consortium de bailleurs sociaux, menés par la SNI, provoquant un scandale (cf. Bertrand Bissuel et Isabelle Rey-Lefebvre, « Icade : les bailleurs sociaux victimes d'un 'scandale d'État' ? », *Le Monde*, 31 décembre 2009, [en ligne](#)).

⁷⁶ Catherine Sabbah, « Les foncières négocient avec l'État leur retour sur le marché du logement », *Les Échos*, 20 décembre 2012, [en ligne](#). Notons que les choses semblent avoir évolué depuis : la FSIF était co-signataire d'un protocole de production de 55 000 logements intermédiaires d'ici 2023, aux côtés du ministère du Logement, de CDC Habitat, d'Action Logement, de la Fédération des ESH et de la Fédération française des assurances (Source : « Un protocole pour produire 55 000 logements intermédiaires d'ici 2023 », *Business Immo*, 17 novembre 2021, [en ligne](#)). Par hypothèse, ce revirement pourrait s'expliquer par les difficultés de grandes SIIC spécialisées dans le commerce et le bureau en rapport avec la pandémie de Covid-19, à l'image d'Unibail-Rodamco Westfield.

⁷⁷ C'est-à-dire l'ensemble des sociétés ou véhicules exonérés d'impôts sur les bénéfices contre le reversement de ces derniers aux actionnaires ou souscripteurs de parts (SIIC, SCPI, OPCV).

C'est cependant une autre piste que poursuit le gouvernement socialiste, qui privilégie des instruments incitatifs et cible les compagnies d'assurance. En octobre 2012, le Premier ministre Jean-Marc Ayrault charge deux députés socialistes de mener une réflexion sur la réforme de l'épargne financière susceptible de contribuer au financement de l'économie. Après plusieurs mois de travaux émaillés de désaccords au sein du gouvernement sur les moyens à employer⁷⁸ et de négociations avec les compagnies d'assurance⁷⁹, les députés Aurore Berger et Frédéric Lefebvre remettent leur rapport en avril 2013. Parmi les dix mesures envisagées, ils proposent de créer de nouveaux compartiments au sein de contrats d'assurance-vie permettant de flécher « une partie de ces placements vers les ETI et les PME, l'investissement à impact social et, le cas échéant, l'investissement immobilier intermédiaire collectif » (p. 48) en contrepartie d'avantages fiscaux. Reprise dans la loi de finances rectificative pour 2013, cette proposition est précisée par des décrets d'application⁸⁰. Quelques mois plus tard, François Hollande annonce une seconde mesure fiscale incitative : le logement intermédiaire financé par les investisseurs institutionnels bénéficiera d'un abaissement de la TVA à 10 %. Comme le montre M. Bigorgne dans son enquête sur le Fonds de logement intermédiaire (2017), cette mesure, complétée par la suite par une exonération fiscale (20 ans de TFPB), est directement soutenue par la FFSA, dont le lobbying n'aboutit qu'à condition de l'implication de CDC Habitat, qui dispose de ressources au sein de l'appareil politico-administratif. Ces avantages fiscaux sont assortis de contreparties concernant les plafonds de loyer, la durée de détention minimale des logements, ou encore la construction complémentaire de logements sociaux (cf. *Encadré 2*, p. 12).

Après plusieurs années de négociation dans les couloirs ponctuées de rapports, la problématisation de l'implication des acteurs financiers dans le logement aidé *via* le secteur intermédiaire débouche donc sur plusieurs formes institutionnelles. Elle se traduit d'abord au plan réglementaire par la création d'un nouveau régime fiscal (celui du logement locatif intermédiaire) permettant d'une part de stabiliser le produit pour les collectivités (statut juridique permettant la planification⁸¹) et les investisseurs (harmonisation des plafonds de loyers, définition de zones tendues, etc.), et d'autre part de le rendre attractif pour ces derniers (incitations fiscales). Elle s'accompagne aussi de la création par la SNI d'organisations (Ampère Gestion) et d'instruments (FLI) *ad hoc* à destination des investisseurs institutionnels (cf. section 1.2.1.1), qui intègrent dans leur stratégie d'investissement les attentes de ces derniers (Bigorgne et Le Corre 2021).

Les difficultés de logement dans les métropoles de ce qui est désigné comme la « classe moyenne » constituent l'un des fils rouges de la problématisation du financement du logement intermédiaire par les investisseurs institutionnels. Tous les rapports cités s'accordent pour cibler ce groupe social – sans jamais

⁷⁸ « Le retour des zinzins au cœur d'un colloque à l'Assemblée nationale », *Business Immo*, 24 janvier 2013, [en ligne](#) ; « Le gouvernement veut que l'assurance-vie se porte au secours de l'immobilier », *Les Échos*, 7 février 2013, [en ligne](#).

⁷⁹ « Urgence logement : en attendant les zinzins... », *Business Immo*, 26 mars 2013, [en ligne](#).

⁸⁰ Cette « partie des placements » est fixée à un tiers par les différents textes législatifs et réglementaires créant et précisant les contrats « euro-croissance ». Dans sa troisième et dernière note, Terra Nova (2015) propose de renforcer cette mesure en fixant un seuil *minimal* de placements de l'ordre de 10 %, afin de dégager une collecte annuelle d'un milliard d'euros.

⁸¹ Depuis la loi ELAN (2018), les programmes locaux de l'habitat ou les documents en tenant lieu élaborés par les collectivités territoriales doivent mentionner les logements locatifs intermédiaires au sein de la programmation en logement pour les années à venir.

en préciser les contours – en soulignant la situation de ménages aux revenus trop élevés pour accéder au parc HLM, mais pas assez pour devenir propriétaires compte tenu de la tendance haussière des prix (surtout dans la métropole parisienne), se retrouvant alors à consacrer une partie importante de leurs revenus à la location. En revanche, le recours aux capitaux des marchés financiers est rarement justifié, comme s’il s’agissait d’une évidence⁸². Cet argumentaire sur le recours aux capitaux des investisseurs institutionnels comme solution pour loger les classes moyennes est repris par CDC Habitat (2019) qui présente le logement intermédiaire comme le « chaînon manquant » entre le parc social et privé. Il connaît un nouvel élan avec la pandémie de Covid-19, dont le traitement médiatique fait notamment apparaître le rôle des travailleurs dits « essentiels » pendant le premier confinement (Apur 2021).

3.2. Les marchés financiers, ultime ressource contre la « mise en crise » du financement Hlm ?

L’implication d’investisseurs institutionnels dans le financement et la gestion du logement locatif social est longtemps apparue dans le débat public de façon diffuse. Au cours des années 2010, différents rapports, études et débats parlementaires contribuent à interroger le rôle que pourraient jouer les institutionnels, d’une part par la construction d’un problème spécifique – le financement de la production de logements locatifs sociaux dans les marchés « tendus » – et, d’autre part, par la structuration d’un éventail de solutions leur permettant de résoudre ce problème en investissant leurs capitaux dans le secteur Hlm. On reste néanmoins loin d’un travail de publicisation à grande échelle, ce dernier ne prenant forme que plus tardivement, et non sans de retentissantes controverses (cf. Tableau 2).

TABLEAU 2. LES RAPPORTS ET ÉTUDES SUR LE LOGEMENT LOCATIF SOCIAL ET LA FINANCE DE MARCHÉ

<i>Groupe/Rapport</i>	<i>Date</i>	<i>Modalités de recours aux marchés financiers</i>	<i>Principales mesures</i>
Commission des finances de l’Assemblée nationale	2013	Acquisition de logements par des fonds	Évocation de l’ouverture de l’ULS aux personnes morales
Étude EY pour la Fédération des ESH	2018	Acquisition de logements par des fonds, financement obligataire	Sociétés foncières de partage et de valorisation, ouverture de l’ULS aux personnes morales et création de nouveaux véhicules pour co-porter ces opérations avec des investisseurs, évocation de l’émission d’obligations

⁸² L’exception en la matière est fournie par Terra Nova (2012), qui présente le recours aux investisseurs institutionnels comme un moyen de compléter la mobilisation des organismes Hlm sur la construction de logement social – principal outil de la relance de la construction – et l’opportunité pour certains ménages d’accéder à une épargne-retraite – constituée ici par le truchement de l’assurance-vie, plutôt que par l’acquisition directe ou l’investissement défiscalisé.

Wendling <i>et al.</i>	2019	Acquisition de logements par des fonds	Création de véhicules de co-investissement, nouveau statut d'organisme Hlm ou évolution du statut des ESH pour permettre la distribution de dividendes plus importantes, création d'un mandat de gestion locative à durée limitée ouvert à tout acteur
Étude EY pour la Fédération des OPH	2021	Acquisition de logements par des fonds, financement obligataire	Création d'un fonds levant des capitaux pour le compte des OPH, renforcement du partenariat avec l'Agence France locale, émission directe d'obligations par les OPH

Source : *Élaboration des auteurs.*

3.2.1. Permettre la financiarisation par le démembrement de la propriété du parc Hlm

Une première étape, en réalité passée de manière quasi-inaperçue, est franchie au cours du quinquennat de François Hollande avec l'usufruit locatif social (ULS). On ne peut d'ailleurs exclure que les discussions promouvant le retour des institutionnels dans le logement intermédiaire décrites ci-dessus aient eu un effet d'entraînement, exploité notamment par l'entreprise Perl, y voyant une opportunité pour développer son activité (cf. Encadré 4, p. 20).

Concrètement, les modalités du financement par l'État de la production Hlm deviennent une question centrale au début du quinquennat, en lien avec l'objectif de maîtrise des dépenses publiques. En 2013, la mission d'évaluation et de contrôle (MEC) de la commission des finances de l'Assemblée nationale identifie ainsi l'usufruit locatif social (ULS) comme une piste pour « alléger la charge foncière d'une opération, et [...] réduire ainsi consommation de fonds propres et besoins en aides publiques ». Ce point de vue est défendu par des responsables de la société Perl, qui font état, lors de leur audition devant la MEC, de projets visant à attirer « de plus gros investisseurs » que les ménages, qui étaient alors les seuls à pouvoir bénéficier de ce dispositif (Caresche et Piron 2013)⁸³.

Plusieurs amendements visant à concrétiser ces projets sont introduits lors de la discussion de la loi ALUR, en 2014⁸⁴ : une première série vise à ouvrir l'ULS aux fonds d'investissement réglementés, tandis qu'une deuxième souhaite permettre aux organismes Hlm de vendre l'usufruit non plus seulement de leurs logements neufs, mais aussi de leur parc ancien. Véritable révolution pour le secteur Hlm, l'adoption de ces dispositions donnerait la possibilité à des investisseurs institutionnels de se porter acquéreurs de la nue-

⁸³ Le rapport envisage aussi l'implication des investisseurs institutionnels dans le segment locatif intermédiaire et fait la promotion de la vente Hlm aux ménages.

⁸⁴ Ces amendements sont introduits par C. Caresche, qui était aussi l'un des auteurs du rapport d'information de la MEC cité ci-dessus. Il a par ailleurs présidé et dirigé, à sa création en 2018, Tonus Territoires, le véhicule d'investissement de la CDC en ULS (Barbara Kiraly, « 10 % des HLM pourraient être construits en ULS », Christophe Caresche, Tonus Territoires », *Le Moniteur*, 2 mars 2021, [en ligne](#)).

propriété de la quasi-totalité du parc social existant. Si des députés expriment des réticences en séance, la loi ALUR inclut bien *in fine* ces deux dispositions, la seconde n'étant cependant adoptée qu'à titre expérimental, pour une période de cinq ans⁸⁵. Elles permettent la création d'au moins deux fonds dédiés à l'ULS et contribuent à motiver le rachat de Perl par le promoteur immobilier Nexity⁸⁶, même si elles n'ont concerné finalement qu'un nombre de logements limité à ce jour (cf. section 1.2.1.3 et Encadré 4, p. 20).

Sous réserve d'une enquête plus approfondie, cette séquence illustre une phase où le recours aux investisseurs institutionnels n'est pas encore pensée comme une alternative centrale pour financer le logement social.

3.2.2. *La diversification du financement Hlm, enjeu de la loi ELAN*

L'annonce, à la suite de l'élection d'Emmanuel Macron à l'été 2017, de réformes du logement social aboutissant à une pression accrue sur les finances du secteur Hlm (cf. section 2.1) apparaît comme une nouvelle étape, passée cette fois beaucoup moins inaperçue. Elle suscite en effet un renouveau des débats sur le modèle économique du logement social, qui se poursuit jusqu'au vote de la loi ELAN (2018), contenant des dispositions supposées permettre l'adaptation des organismes Hlm à leur nouvelle situation financière. C'est à cette occasion que des propositions aussitôt suivies de vives controverses émergent pour un recours plus important aux capitaux de la finance de marché afin d'expérimenter de nouvelles formes de financement pour le logement social.

La loi ELAN remet d'abord la vente de logements sociaux aux ménages au centre des débats, en la simplifiant. Surtout, la vente apparaît comme un dispositif devenu quasiment inévitable pour les organismes Hlm souhaitant poursuivre leur développement. Dans la continuité d'évolutions engagées depuis la fin des années 2000 (cf. Encadré 5), cette systématisation est perçue par plusieurs observateurs comme une pente glissante vers la réévaluation de la valeur de l'ensemble du patrimoine Hlm et *in fine* sa financiarisation : le journaliste R. Godin écrit par exemple que « si les bailleurs sociaux commencent à vendre des actifs à des prix sensiblement plus élevés que ceux inscrits dans leur bilan, il faudra revaloriser tout leur bilan. La valeur de leur patrimoine [...] risque de grimper en flèche, les poussant à vendre mais aussi à s'endetter massivement sur les marchés financiers et auprès des banques »⁸⁷. C'est l'instauration d'un « regard d'investisseur » (Chiapello 2017) dans le secteur Hlm qui suscite ici des inquiétudes, le « social » apparaissant comme un patrimoine et un service pouvant être valorisé (Santilli 2020).

⁸⁵ Par ailleurs, le texte adopté ne précise pas explicitement s'il est possible de déconventionner les logements à l'issue de la période de démembrement. Cette insécurité juridique contribue à expliquer le faible recours à ce dispositif expérimental.

⁸⁶ Pelagie Terly, « Union de Perl et de Nexity autour du démembrement », *L'AGEFI Actifs*, 29 août 2014, [en ligne](#).

⁸⁷ Romaric Godin, « La loi ELAN attaque de front le logement social », *Médiapart*, 26 octobre 2018, [en ligne](#). Voir aussi : Isabelle Rey-Lefebvre, « Macron, le président qui voulait privatiser les Hlm », *Le Monde*, 24 janvier 2018, [en ligne](#).

ENCADRÉ 5. LA VENTE DE LOGEMENTS SOCIAUX AUX MÉNAGES COMME RÉVÉLATRICE DE LA VALEUR DU PARC

La vente des logements sociaux est un sujet de controverses régulières dans le secteur Hlm. Si elle est autorisée en France au profit de ménages depuis 1965, les organismes Hlm y ont traditionnellement peu recours. Cependant, à la suite de l'élection de Nicolas Sarkozy en 2007, le dispositif est promu par l'exécutif de façon à accroître la part de ménages propriétaires, à dégager des ressources pour moderniser le secteur Hlm et soutenir la hausse de la production souhaitée (Gimat et Marot 2020).

Cependant, ces objectifs politiques sont partiellement reconfigurés par la révélation dans *Libération*⁸⁸, en janvier 2010, de « notes blanches », sans en-tête ni signature, adressées en fait par André Yché, alors président de la SNI, à l'Élysée. Ces notes exposent un argumentaire, repris deux ans plus tard dans un court ouvrage (Yché, 2011), qui cadre durablement le débat sur l'avenir du logement social : d'un côté, est fait le constat d'un manque de logements sociaux dans certains marchés immobiliers « tendus » et de l'impossibilité pour l'État d'apporter les financements nécessaires pour répondre à ces besoins ; de l'autre, les « 4,5 millions de logements » sociaux existants sont décrits comme représentant « 200 milliards d'euros de plus-values latentes » échappant aux « circuits économiques courants » et qu'il faudrait pouvoir mobiliser par la vente. Il ne s'agit alors pas de faire appel aux investisseurs institutionnels, mais de massifier la vente aux ménages en transformant les organismes Hlm en de grands groupes se comportant comme des « gestionnaires de portefeuilles d'actifs immobiliers » (Yché 2011).

Si ces arguments ne sont pas complètement nouveaux, ils ont l'originalité de provenir du secteur Hlm lui-même, révélant une différenciation croissante entre les intérêts de différents types d'organismes. Ils contribuent aussi à installer l'idée que les logements sociaux existants sont des « actifs » dont la valeur marchande peut être légitimement exploitée en raison de l'intensité des besoins.

Parallèlement, plusieurs dispositions de la loi ELAN donnent directement la possibilité aux investisseurs institutionnels de se porter acquéreurs de logements sociaux. Tout d'abord, cette loi offre la possibilité aux organismes Hlm de vendre en bloc à des personnes morales de droit privé leurs logements financés à l'aide d'un PLS et construits depuis plus de 15 ans⁸⁹, y compris lorsqu'ils sont occupés (les locataires voient leur bail maintenu après la vente). Elle exclut aussi de la procédure de vente Hlm les logements intermédiaires détenus par des bailleurs sociaux : ces derniers peuvent désormais les céder librement, notamment à des personnes morales.

Au cours des débats parlementaires, l'Union sociale pour l'habitat (USH, qui représente les organismes Hlm à l'échelle nationale) affirme en lien avec ces réformes son opposition à tout dispositif « qui encouragerait la vente d'immeubles locatifs sociaux, construits et améliorés grâce à l'effort de la nation, à des acteurs privés »⁹⁰. L'avocat A. Alimi exprime pour sa part dans une tribune des craintes similaires, les dispositions d'ELAN faisant selon lui des « fonds d'investissement et fonds spéculatifs [...] des opérateurs privilégiés dans le cadre du marché de la revente des logements sociaux »⁹¹. Courant 2020, plusieurs prises

⁸⁸ Tonino Serafini, « Des notes à rendre blêmes les Hlm », *Libération*, 25 janvier 2010, [en ligne](#).

⁸⁹ A court terme, peu de logements sont concernés, le financement PLS ayant été créé en 2001. En 2017, il existe ainsi en France 59 379 PLS de plus de 15 ans, dont 24 759 en zone A et 14 774 en zone B1 (Wendling *et al.*, 2019).

⁹⁰ USH, *Loi ELAN : L'Union sociale pour l'habitat s'inquiète des risques de dérive du débat parlementaire*, communiqué de presse, 12 juin 2018, [en ligne](#).

⁹¹ Arié Alimi, « Arrêté de péril sur le logement social », *Immoweek*, 9 octobre 2018, [en ligne](#). Voir aussi dans la même veine la prise de position de Leilani Farha, rapporteuse spéciale de l'ONU sur le logement, citée en introduction.

de position de F. Paul, directeur général de l'USH de 2013 à 2018, interprètent aussi ces dispositions comme à l'origine d'un « risque de financiarisation »⁹². Il souligne notamment le rôle que pourraient jouer certains actionnaires actuels des ESH, qui sont comme on l'a vu parfois des acteurs financiers : « tel ou tel actionnaire [...] de sociétés d'Hlm organisera-t-il demain au sein de son groupe l'acquisition en bloc des PLS de l'organisme de logement social qu'il contrôle par ses filiales privées, faisant ainsi passer les plus-values issues du patrimoine social de l'organisme de logement social vers l'établissement financier qui est le sien ? » (Paul 2020).

Parallèlement, la discussion parlementaire est l'occasion de deux tentatives d'introduction dans la loi ELAN de dispositions visant à faciliter plus largement l'implication des investisseurs institutionnels dans le secteur Hlm. La polémique soulevée éclaire des lignes de fracture entre organismes Hlm sur le financement du logement social et le recours aux capitaux des marchés financiers comme solution. Ces deux propositions émanent en effet plus ou moins explicitement de la Fédération des ESH⁹³, composante de l'USH qui représente les organismes Hlm de droit privé. Cette Fédération a lancé, dès l'annonce des réformes envisagées par le gouvernement à l'été 2017, un exercice prospectif piloté par le cabinet de conseil privé EY. Cette réflexion a mis en évidence la capacité des ESH à absorber les effets des réformes, à condition de réaliser d'importants efforts sur les coûts de gestion et d'assurer une « montée en charge significative des ventes Hlm », y compris auprès d'investisseurs institutionnels⁹⁴. Ce constat contribue notamment à expliquer que la Fédération des ESH n'a pas été durablement opposée aux réformes proposées par le gouvernement en 2017⁹⁵.

Le premier amendement propose la création de sociétés foncières de portage et de valorisation, qui auraient la possibilité d'acquérir des logements sociaux auprès des organismes Hlm pour les revendre progressivement à leurs occupants ou, lorsqu'ils deviennent vacants, à d'autres ménages. Le capital de ces sociétés serait ouvert à des investisseurs institutionnels, avec pour objectif de leur servir « une rentabilité de

⁹² Delphine Gerbeau, « Frédéric Paul, 'Le risque de financiarisation menace le monde Hlm' », *La Gazette des communes*, 30 novembre 2020, [en ligne](#). Voir aussi : Paul (2020).

⁹³ Pour ce qui est des amendements sur les sociétés foncières de portage et de valorisation, l'exposé des motifs de l'amendement n°CE1400 à la loi ELAN à leur sujet mentionne explicitement qu'il est « proposé par la Fédération des ESH ». Pour ce qui est des amendements sur l'ULS, le directeur général de la Fédération des ESH assure ne pas en être à l'origine. Cette disposition fait néanmoins partie des propositions retenues dans le cadre de l'étude d'EY citée ci-dessus et est défendue par plusieurs représentants d'ESH dont A. Yché, tout en étant décrite dans un courrier par F. Paul, directeur général de l'USH, comme « avancé[e] depuis [les] rangs » du mouvement Hlm (Rédaction du Moniteur, « Loi Elan : la possibilité de vendre la nue-propriété des HLM au privé pourrait être supprimée au Sénat », *Le Moniteur*, 22 juin 2018, [en ligne](#)). A. Yché est alors un fervent défenseur de l'ULS : il fait notamment la promotion d'un futur fonds d'investissement en ULS que pourrait lancer CDC Habitat si la réforme passe, appelé fonds Octavia (du nom d'Octavia Hill, actrice de la philanthropie au Royaume-Uni au XIXe siècle) et concernant « quelques milliers de logements pour quelques centaines de millions d'euros » (Emmanuelle Para-Ponce, « La vente en nue-propriété de logements sociaux est la solution de sortie pour le mouvement Hlm' (André Yché) », *AEF Infos*, 10 septembre 2018, [en ligne](#)). Le fonds Octavia a été présenté à la Commission de surveillance de la CDC, composée de parlementaires, le 11 juillet 2018 (CDC, *Rapport au parlement 2018, 2019*, [en ligne](#)).

⁹⁴ Anne Farthouat, « La Fédération des ESH pose les jalons d'un nouveau modèle économique HLM ouvert aux investisseurs privés », *AEF Info*, 29 mai 2018, [en ligne](#).

⁹⁵ La Fédération des ESH a notamment signé un accord avec le gouvernement en décembre 2017, qui acte les réformes engagées et prévoit des mesures de compensation, dont l'USH n'a pour sa part pas été signataire (Paul, 2020). Pour autant, tous les membres de la Fédération des ESH ne semblent pas avoir été unanimes quant aux propositions faites au cours des discussions de la loi ELAN (Tonino Serafini, « Les fonds privés à l'affût du logement social », *Libération*, 30 mai 2018, [en ligne](#)).

3 % à 4 % par an à court ou moyen terme, et de belles plus-values à long terme »⁹⁶. Cette proposition, qui revient à permettre d'extraire du secteur Hlm une partie des capitaux issus de la vente des logements sociaux, suscite un « tollé » au sein du mouvement Hlm, largement relayé dans la presse généraliste, qui aboutit au retrait de l'amendement à la demande du gouvernement⁹⁷.

Une deuxième série d'amendements, proposés par des députés de droite comme de gauche, vise pour sa part à pérenniser l'expérimentation prévue dans la loi ALUR sur la possibilité de vendre en ULS des logements sociaux anciens à des investisseurs institutionnels. Alors que cette disposition avait été votée dans une relative indifférence en 2014, plusieurs syndicats, au premier rang desquels la CFDT, et F. Paul, à l'occasion de son départ en retraite de la direction générale de l'USH, prennent alors publiquement position contre, tandis que P. Lanco, ancien directeur adjoint de l'habitat au ministère du Logement, dénonce les prémices d'un « grand Monopoly » et le risque d'un partage du parc Hlm entre « l'État, des actionnaires [des ESH] et des fonds privés à l'affût de plus-values »⁹⁸. Les amendements ne sont finalement pas retenus, entraînant l'expiration en 2019 de cette expérimentation prévue pour 5 ans par la loi ALUR⁹⁹.

3.2.3. *Le sempiternel retour des marchés financiers*

Les évolutions introduites par la loi ELAN apparaissent comme des solutions à portée réduite pour les organismes Hlm, face à une situation financière qui reste dégradée. Cela contribue à la poursuite des réflexions sur les évolutions du modèle de financement, sous l'impulsion de différents acteurs¹⁰⁰. Le recours aux capitaux des marchés financiers reste une option, mais suscitant toujours des controverses vives.

Courant 2018, le gouvernement confie à l'Inspection générale des finances et au Conseil général de l'environnement et du développement durable une mission consistant à étudier les possibilités de « diversification des sources de financement du logement social » (Wendling et al. 2019). De nouveau, les acteurs de la finance de marché sont placés au cœur de la réflexion, la lettre de mission partant du constat selon lequel « plusieurs investisseurs institutionnels proposent aujourd'hui de s'engager plus fortement » dans le secteur Hlm. Les rapporteurs, à l'issue de leur mission, nuancent néanmoins ce constat : l'intérêt

⁹⁶ Tonino Serafini, « Hlm : qui sème la vente récolte la tempête », *Libération*, 30 mai 2018, [en ligne](#). Cet amendement, déposé par le député Thibault Bazin (LR), copie le fonctionnement des sociétés de vente Hlm introduites par le gouvernement dans la loi ELAN pour favoriser la vente Hlm aux ménages, mais dont l'actionnariat n'est ouvert qu'aux organismes Hlm, à Action Logement et à la CDC.

⁹⁷ Voir aussi, en plus de l'article cité dans la note précédente : Isabelle Rey-Lefebvre, « Le modèle français du logement social en danger », *Le Monde*, 5 juin 2018, [en ligne](#).

⁹⁸ Patrice Lanco, « Logement social : vers le grand Monopoly », *Libération*, 11 juin 2018, [en ligne](#).

⁹⁹ Une autre proposition, elle aussi non aboutie, témoigne de l'inventivité des promoteurs de l'ULS : O. Carré, alors ancien député, maire d'Orléans et président d'Orléans Métropole, propose pour sa part, en citant la société Perl, la création de foncières sociales de l'habitat au fonctionnement sécurisant pour des investisseurs institutionnels jugés « timorés ». Il s'agirait de structures dédiées à l'acquisition de la nue-propriété de logements sociaux en échange d'une redevance permettant d'amortir le coût de rémunération des actionnaires, les taxes et le coût du portage financier (Elodie Raitière, « Olivier Carré propose la création de 'foncières sociales de l'habitat' pour développer le parc Hlm », *AEF Infos*, 18 avril 2018, [en ligne](#)).

¹⁰⁰ En plus des rapports décrits ci-dessous, un rapport d'information sur les « sources de financement du logement social » est aussi préparé par Philippe Dallier (2019), au nom de la commission des finances du Sénat. La diversification de la dette Hlm et l'implication d'investisseurs institutionnels dans le logement social y sont présentées comme deux facettes du « recours à des financements de marché », abordé en quelques pages à la fin du rapport. P. Dallier fait part de sa « réticence à voir des investisseurs internationaux investir en capital dans le logement social français », considérant que cela pourrait menacer « la stabilité des organismes propriétaires du parc, assurée par leur statut ». Le rapport conclut plutôt à la nécessité de renforcer les « fondements du modèle français de logement social ».

des investisseurs est, selon eux, limité à certains segments du parc et « pourrait n'être que passager » ; les risques d'une financiarisation « sans garde-fous » sont aussi évoqués à plusieurs reprises, au travers notamment du contre-exemple allemand.

Les auteurs explorent une première piste, la diversification des lignes de dette des organismes Hlm, qu'ils s'empressent de rejeter. S'ils reconnaissent que, du fait des taux d'intérêt bas, les organismes peuvent avoir recours à des financements alternatifs au livret A (prêts bancaires classiques, produits proposés par Action logement ou la Banque européenne d'investissement, voire aux marchés obligataires), ils soulignent que la systématisation du recours à ces ressources pourrait mener à la fragilisation des organismes Hlm (augmentation du taux d'endettement, raccourcissement des durées de remboursement pouvant aboutir à des « murs de dette », etc.), mais aussi des fonds d'épargne gérés par la Banque des territoires (diminution de la capacité à assurer une péréquation entre différents types de prêts, moindre priorité de la dette de la Banque des territoires par rapport à celle d'autres acteurs, etc.). Après avoir souligné les limites des dispositifs existants¹⁰¹, le rapport retient finalement quatre formules permettant l'implication d'investisseurs institutionnels tout en cherchant à limiter les risques juridiques, ainsi que ceux de captation excessive de plus-values et de diminution de la taille du parc social.

Une première proposition est la création de véhicules d'investissement *ad hoc* associant un organisme Hlm et des investisseurs, proche de ce qui existe pour le logement intermédiaire. Deux autres options doivent permettre de rehausser les dividendes servis par les ESH et de faciliter la présence d'investisseurs à leur actionnariat. L'une consiste en la création d'un nouveau statut d'organisme Hlm, appelé « foncière d'habitat social », qui aurait un objet social large en matière d'immobilier résidentiel. L'autre considère une réforme du statut des ESH concernant l'actionnariat et les dividendes, s'appliquant à l'ensemble d'entre elles. Une dernière proposition consiste à créer un mandat de gestion locative sociale à durée limitée, ouvert à tout acteur s'engageant à respecter un cahier des charges et donnant droit à des compensations. Des bailleurs publics comme privés, voire des particuliers, pourraient y avoir recours.

Ce rapport fait l'objet de prises de position et d'articles dans la presse spécialisée comme généraliste, et ce, avant même qu'il ne soit rendu public¹⁰². L'USH diffuse un communiqué de presse largement repris, invitant le gouvernement à « sortir du double jeu » concernant le financement du logement social et indiquant n'être « pas dupe » du processus mis en œuvre depuis 2017, consistant selon elle à organiser la contraction des ressources des organismes Hlm, les forcer à accroître leur endettement, constater de ce fait la nécessité de la « financiarisation », avant de la rendre effectivement possible¹⁰³. Cette interprétation peut être rapprochée de l'analyse que fait Pierson (1995) des initiatives de rétraction de l'État-providence qu'il qualifie de « structurelles » : en réformant un service donné et en réduisant les ressources dont il dispose, il

¹⁰¹ Extension de la vente en bloc aux PLS de plus de 10 ans, voire aux PLUS de plus de 10 ans ; autorisation de la transformation d'une partie des logements sociaux en logements intermédiaires ou « libres », en fonction de l'évolution des revenus des occupants ; émission de titres de dette indexés sur les loyers ; titres participatifs.

¹⁰² Voir par exemple : Tonino Serafini, « Hlm : menaces sur un modèle social », *Libération*, 24 septembre 2019, [en ligne](#).

¹⁰³ USH, *Financement du logement social : l'Union sociale pour l'habitat appelle le Gouvernement à sortir du double jeu*, communiqué de presse, 21 novembre 2019, [en ligne](#). C'est aussi l'argument développé par F. Paul (2020) ainsi que par des acteurs politiques et de l'habitat dans une lettre ouverte (Jean-Christophe Cambadélis, Emmanuelle Cosse, Abraham Jonhson, « Non à la financiarisation du logement social ! », *Huffpost*, 10 janvier 2020, [en ligne](#)).

s'agit d'affaiblir l'adhésion populaire à ce service ainsi que les groupes d'intérêt le défendant, de façon à pouvoir *in fine* le privatiser. Les débats sont clos par J. Denormandie, alors ministre chargé de la Ville et du Logement, qui rappelle que le rapport ne rend pas compte de la « position du gouvernement » et qu'il s'est « toujours opposé » à une modification « des règles qui préservent le capital des Hlm »¹⁰⁴.

Mais, au sein du secteur Hlm, des réflexions visant à « développer les capacités d'action » des organismes sont aussi menées alors que les mesures accroissant la tension financière sur le logement social perdurent. La Fédération des OPH présente ainsi, lors d'un événement organisé le 1^{er} avril 2021, les résultats d'une étude préparée avec l'appui du cabinet de conseil EY, qui identifie « six nouvelles pistes de financement », présentées comme devant surtout permettre aux OPH d'accélérer la modernisation et l'écologisation de leur parc, notamment dans les quartiers populaires. Parmi ces pistes, on trouve la création d'un fonds à même de lever des capitaux pouvant être réinvestis dans des OPH, mais surtout diverses modalités d'accès aux marchés obligataires : le renforcement du partenariat avec l'Agence France Locale pour l'obtention de « financements attractifs à maturité longue » sur les marchés obligataires, ainsi que l'émission directe d'obligations par les organismes Hlm¹⁰⁵.

Au total, il apparaît que si des mesures conduisant à exposer le logement intermédiaire aux marchés financiers ont prédominé durant les années 2010, avec une problématisation dès la première moitié de la décennie, le secteur du logement social n'est pas exclu de cette mise en problème public. Des organisations proches de l'État, comme CDC Habitat ou Action logement, mais aussi certains organismes HLM, dont des grandes ESH, peuvent y voir une manière de légitimer leur position et de renforcer leur rôle dans un contexte de contrainte financière accrue par les politiques de consolidation budgétaire promues aux niveaux national et local, tout particulièrement dans les contextes de marchés immobiliers décrits comme « tendus ».

La problématisation et les mesures formulées ou expérimentées en réponse n'apparaissent cependant pas du même ordre du côté du logement intermédiaire et de celui du logement social. Dans le premier cas, l'enjeu semble être la « mise en ordre » d'un circuit de financement alternatif à celui du logement social, reposant en grande partie sur la production d'un parc neuf et répondant à une demande, celles de ménages de classes moyennes, considérée comme non satisfaite par les dispositifs préexistants. Les débats portent donc moins sur l'opportunité d'impliquer des investisseurs institutionnels que sur la bonne formule pour les enrôler, par la contrainte ou l'incitation, dans le financement de l'intermédiaire. En ce qui concerne le logement social, l'implication des acteurs de marché elle-même est en débat, même si elle est souvent présentée comme l'une des seules solutions à la disposition d'un circuit de financement Hlm « mis en crise ». Les positions se focalisent alors autour de deux enjeux : d'une part, établir s'il est légitime que la production de logements aidés neufs soit en partie financée par la mise en vente du parc Hlm existant, perçu comme sous-valorisé, au profit notamment d'investisseurs institutionnels ; d'autre part, décider si les flux de loyers produits par les logements aidés peuvent être mobilisés pour rémunérer les fonds apportés au secteur par

¹⁰⁴ « Hlm : le gouvernement se distancie d'un rapport sur l'ouverture au privé », *Le Figaro*, 21 novembre 2019, [en ligne](#).

¹⁰⁵ Emmanuel Bonzé, « Les OPH explorent de nouvelles pistes de financement », *Actualités Habitat*, n°1142, 15 avril 2021, [en ligne](#). Sur l'Agence France Locale, voir l'article d'Eduardo Ferlazzo, « Critique de la raison financiarisée. L'Agence France Locale et le financement des collectivités locales », *Métropolitiques*, 2020, [en ligne](#).

des investisseurs institutionnels, ce qui constituerait une rupture avec le principe de réinvestissement de l'essentiel des surplus de gestion au cœur du financement Hlm. L'implication des investisseurs ici n'aboutirait donc pas tant au déploiement d'un circuit entièrement nouveau qu'à la « remise en ordre » à leur profit d'un circuit préexistant. Il ne s'agit en effet pas de défaire l'entière des aides publiques et garanties encore existantes (exonérations, prêts réglementés...), mais de tirer parti du fait qu'elles contribuent à réduire les risques d'investissement pour les acteurs des marchés financiers, rappelant ainsi les pratiques de « *de-risking* » au cœur de la financiarisation de l'État (sur le « *de-risking state* », voir Gabor 2021).

En lien avec ces différences, la financiarisation de la partie sociale du logement aidé est clairement ralentie par la bataille livrée pied à pied par certaines organisations, dont une partie du mouvement Hlm – tout en notant que les réflexions en cours, par exemple à la Fédération des OPH, trahissent une porosité plus grande à l'opportunité de mobiliser les capitaux des marchés financiers, en raison vraisemblablement de la réduction des marges de manœuvre financière liée à la limitation des aides à la pierre et à la personne. On en retient tout de même que la dernière décennie est caractérisée par des tentatives de plus en plus opiniâtres et répétées : on peut interpréter cette prolifération de propositions comme autant de ballons d'essai dans la perspective d'institutionnaliser, sans rupture majeure, mais par une financiarisation par petits pas, un circuit de financement du logement social adossé aux marchés financiers.

4. Éclairages étrangers sur les effets politiques, sociaux et spatiaux de la financiarisation du logement aidé

Il est encore trop tôt pour déterminer l'ampleur des différentes incursions des investisseurs institutionnels et de leurs intermédiaires financiers en France ainsi que pour en examiner les effets avérés. Cependant, un certain nombre d'exemples étrangers, ainsi que plus secondairement l'observation des pratiques des investisseurs institutionnels dans d'autres segments immobiliers (bureaux, logistiques, commerces par exemple), permettent de discuter d'effets potentiels. C'est dans cette optique que cette dernière section adopte une approche plus spéculative, principalement à partir de contrepoints internationaux, tout en repérant des évolutions déjà à l'œuvre en France.

Dans un contexte de forte attention pour la financiarisation de la production urbaine en particulier, et du logement en général, la littérature scientifique s'est en effet intéressée au cas du secteur social par trois biais. En premier lieu, la recherche a analysé l'évolution des outils de financement des organismes Hlm, principalement en Angleterre où s'est développé le recours aux émissions obligataires (Wainwright et Manville 2017; Smyth, Cole, et Fields 2020). Deuxièmement, plusieurs études de cas ont porté sur le financement de la production neuve au gré de l'introduction de nouveaux instruments la connectant aux marchés des capitaux, comme en Italie (Santilli 2020; Belotti 2021; Belotti et Arbaci 2021), au Royaume-Uni (Beswick et Penny 2018), ou encore aux États-Unis (Rosenman 2018). Enfin, la recherche a également exploré l'achat de logements existants par des investisseurs financiers, en se concentrant sur l'Espagne

(Janoschka et al. 2020a; Martínez et Gil 2022), l'Allemagne (Uffer 2011; Bernt, Colini, et Förste 2017) et les États-Unis, en particulier New York où plusieurs fonds spéculatifs ont acquis un parc de logement à loyers contrôlés (Fields et Uffer 2016; Teresa 2019).

Les résultats présentés ici ne renvoient pas à des effets conçus comme univoques. Les travaux existants montrent au contraire comment ces derniers sont susceptibles de varier selon, par exemple, le type de financement, les caractéristiques des locataires et des biens, dont leur géographie, ou encore les politiques locales. On notera aussi que, du fait des spécificités du modèle social français, les conséquences de l'insertion en son sein des acteurs des marchés financiers ne peuvent entièrement être anticipées. Il n'en reste pas moins que les expériences et processus observés dans d'autres pays permettent de poser des questions et d'identifier des enjeux.

Quatre principaux types d'effets apparaissent. On observe d'abord d'importants bouleversements au sein des organisations qui assurent la gestion des logements sociaux. Ceci peut renforcer notamment des tendances préexistantes, comme la concentration des acteurs du secteur, et favoriser l'entrée de nouveaux acteurs (4.1). Ces mutations permettent par ailleurs à des acteurs financiers d'acquérir des droits sur les logements sociaux et intermédiaires et sur leurs flux de loyers, que ces derniers mettent au service de stratégies de génération de rendement. En découlent des effets distributifs, au profit des investisseurs sur les marchés des capitaux et des administrateurs de leurs fonds (4.2). De telles stratégies extractives peuvent de plus contribuer à modifier le périmètre des populations bénéficiaires et des parcs de logements sociaux, avec pour résultat le renforcement des inégalités socio-spatiales, dont l'accroissement de la résidualisation et la différenciation à grains fins d'un secteur du logement aidé aux frontières brouillées par le terme d'« abordabilité » (4.3). Enfin, si dans certains cas, des complémentarités entre stratégies des acteurs publics locaux et des acteurs des marchés financiers apparaissent, le processus suscite également des tensions, soit sous forme de conflits entre collectivités et investisseurs, soit de mobilisations des locataires (4.4). Bien que distingués à des fins analytiques, ces différents effets sont intrinsèquement liés, et forment un système en transition au gré de la place croissante accordée aux acteurs des marchés financiers.

4.1. Nouveaux acteurs, nouvelles logiques ? Concentration et diversification des secteurs du logement social et intermédiaire

Les travaux sur les cas étrangers montrent comment la recherche de capitaux auprès des marchés financiers *via* de nouveaux instruments entraîne non seulement des interactions plus fréquentes entre des acteurs financiers et les opérateurs chargés historiquement de la production et de la gestion des logements aidés, mais aussi des évolutions organisationnelles au sein même de ces opérateurs, ainsi que dans leurs logiques d'actions ou encore dans leurs stratégies immobilières. En fonction de la division des tâches propre à chaque instrument (cf. section 1), on peut distinguer deux schémas.

4.1.1. *Les obligations, une forme de « gouvernement à distance » des bailleurs et de leurs stratégies*

Les effets du recours des acteurs du logement social à des obligations pour assurer leur financement a été documenté à partir du cas des *housing associations* britanniques. Leur usage de cette modalité de financement implique des interactions nouvelles avec les acteurs de la finance, principalement à deux niveaux. En premier lieu, les obligations émises par les *housing associations* doivent être fabriquées. C'est à cette étape qu'interviennent des grandes banques d'investissement. Elles participent notamment à la mise en place d'engagements de prêt (*covenant*), c'est-à-dire à la définition des conditions contractuelles entre l'emprunteur et le prêteur qui prévoient les actions à mener en fonction de la survenance de tel ou tel événement (Wainwright et Manville 2017).

En second lieu, les obligations font l'objet d'une évaluation, réalisée par les agences de notation. La littérature a déjà souligné le rôle de ces grandes entreprises privées (Fitch, Moody's, Standard & Poor's), par exemple dans le cas des collectivités aux États-Unis (Hackworth 2002; Omstedt 2020). Elles jouent aussi un rôle important auprès des *housing associations*. Loin d'être uniquement des gardiennes d'un ordre financiarisé (*gatekeeper*), elles sont analysées comme les « chevilles ouvrières travaillant à faciliter l'extension du marché obligataire dans de nouvelles arènes (*gateway constructor*), en inscrivant les priorités et logiques des capitaux privés au sein des organismes Hlm à travers l'adoption d'un langage commun » (notre traduction, Smyth, Cole, et Fields 2020). En notant le risque de défaut des emprunteurs qui font appel au marché, ces agences trient entre les politiques publiques et les territoires susceptibles de recevoir les capitaux des marchés financiers. Pour espérer placer leurs obligations auprès des investisseurs institutionnels, dont l'univers d'investissement est limité (par la loi ou par des contrats envers leurs clients) aux produits considérés comme les moins risqués, les emprunteurs doivent démontrer leur solidité financière.

De telles relations avec les acteurs de la finance s'accompagnent ainsi d'une incorporation par les *housing associations*, au niveau de leur organisation comme de leurs activités, des attentes des investisseurs pour s'assurer de leur intérêt pour les titres émis sur les marchés des capitaux. Wainwright et Manville (2017) montrent que si les investisseurs n'ont pas de pouvoir direct sur les décisions des *housing associations*, ils sont en mesure d'exercer sur elles une sorte de « *soft power* » par le biais des intermédiaires décrits ci-dessus, notamment grâce aux ratios et indicateurs de performance qu'ils mobilisent. De la même façon, Smyth et al. (2020) observent que la comptabilité et le travail de *reporting* au sein des associations intègrent désormais tout ou partie des indicateurs utilisés par les agences de notation.

Cela a des effets organisationnels : les *housing associations* ayant recours à des financements obligataires seraient soumises à un processus de *corporatisation*, c'est-à-dire d'adoption de modes d'organisation inspirés des entreprises commerciales, dont les intermédiaires financiers ne sont certes pas les seuls promoteurs. Cela se traduit par exemple par la création de *special purpose vehicles*, des entités *ad hoc* dédiées à certains projets, permettant de faciliter l'émission d'obligations bien notées (Smyth, Cole, et Fields 2020). Surtout, les *housing associations* ont cherché à augmenter la taille de leur parc, y compris par des rachats

en bloc et des fusions, de façon à réduire les coûts de gestion par logement et à absorber les coûts associés au recours aux marchés obligataires (Wainwright et Manville 2017).

L'influence des investisseurs est aussi sensible sur les stratégies immobilières des *housing associations*. Concernant les investissements, la littérature montre que l'influence des intermédiaires financiers pousse les chargés de projet à évaluer chacune de leurs opérations au regard de leurs impacts potentiels sur la note donnée par les agences de crédit à l'association. Les types de biens produits font l'objet d'une surveillance particulière, les agences étant tantôt favorables à la production de logements sociaux (perçus comme peu risqués et permettant d'accéder à des aides) et tantôt favorables à des opérations destinées aux marchés immobiliers privés (perçues comme plus risquées mais permettant des péréquations) (Wainwright et Manville 2017; Smyth, Cole, et Fields 2020). Du point de vue de la localisation de ces opérations, les marchés les plus établis, parce qu'ils sont perçus comme les moins risqués, sont privilégiés par les associations ayant recours à des financements obligataires (Wainwright et Manville 2017). Parallèlement, les dépenses d'entretien et de rénovation du patrimoine peuvent être réduites à la baisse afin d'éviter une dégradation des ratios financiers¹⁰⁶ due à un niveau de dépenses d'investissement élevé (Smyth, Cole, et Fields 2020). Enfin, les stratégies de gestion et d'attribution des logements peuvent aussi être touchées. Wainwright et Manville (2017) montrent notamment que, à la suite de réformes des aides sociales compliquant le recouvrement des loyers dans les années 2010, les *housing associations* ont déployé d'importants moyens visant à éviter les défauts de paiement et arriérés de façon notamment à ce que leur profil de risque ne soit pas dégradé par les agences de notation : mise en place de dispositifs de recouvrement automatisés, organisation d'enquêtes auprès des locataires actuels afin de mieux connaître leurs capacités de paiement, et même, dans certains cas, arrêt des attributions de logements à des ménages jugés « à haut risque » du fait de leur situation sociale. En somme, ces transformations peuvent entraîner une mise en tension des logiques d'action des acteurs du logement social. Ceci se traduit alors par un risque de conflits entre cette « valeur économique » des biens et d'autres objectifs renvoyant à la « valeur sociale » du patrimoine et à la protection des populations vulnérables (Wainwright et Manville 2017).

Certaines de ces évolutions sont déjà sensibles en France, notamment concernant l'implication croissante d'intermédiaires. Ainsi, l'accès de certaines collectivités territoriales françaises au marché obligataire a supposé la mise en place de mécanismes institutionnels garants de la solvabilité et de la liquidité, sur les conseils de Natixis (Ferlazzo 2020). D'autres cabinets de conseil spécialisés peuvent également accompagner les emprunteurs dans leur projet d'émission obligataire, à l'image de Loré Finance, qui revendique 50 % des parts de marché dans les émissions des organismes Hlm¹⁰⁷. Au vu de l'expérience britannique, on peut aussi faire l'hypothèse que le recours au financement obligataire accroîtra les disparités déjà fortes entre différents organismes Hlm, privilégiant ceux d'entre eux qui seront les plus susceptibles de

¹⁰⁶ Un des ratios faisant l'objet de beaucoup d'attentions de ce point de vue est le « *capex* », pour *Capital Expenditure*, qui mesure au long terme « la relation entre les dépenses en capital et le chiffre d'affaires » (Smyth, Cole, et Fields 2020).

¹⁰⁷ Charlotte Valette, « Les opportunités de financement désintermédiés pour les bailleurs sociaux », Loré Finance, 7 février 2020, [en ligne](#).

supporter les coûts d'intermédiation associés¹⁰⁸ et auront la possibilité d'effectuer les transformations nécessaires à l'obtention d'une notation satisfaisante par les agences. De ce point de vue, si les évolutions réglementaires récentes poussent à la concentration industrielle au sein du secteur Hlm (Gimat, 2017), l'accès différencié à des circuits de financement adossés aux marchés des capitaux peut constituer un fort accélérateur d'une concentration favorable aux organisations de grande taille et à la gestion entrepreneuriale. La financiarisation alimente ainsi un processus d'entrepreneuralisation des organismes, mêlant des formes de professionnalisation, de spécialisation avec de nouveaux métiers, et de croissance, à travers une hausse de la taille des parcs immobiliers sous gestion.

4.1.2. *Les organismes de logement social face au développement des fonds de logements aidés : concurrence ou remplacement ?*

Le rachat ou la construction de logements aidés par des fonds détenus en partie ou en totalité par des investisseurs institutionnels a des conséquences pour l'ensemble des acteurs des marchés immobiliers, et en particulier pour les acteurs traditionnels du logement social. La littérature internationale présente deux cas de figure différents, exemplifiés d'une part par l'Allemagne et d'autre part par l'Espagne et New York.

En Allemagne, les acteurs publics ont encouragé au cours des années 1990 la vente en bloc des logements détenus par les sociétés publiques et privées de l'habitat, qui jouissaient d'un statut « social » *de jure* ou *de facto*. Ces incitations ont abouti au transfert de près d'un million de logements entre 1990 et le début des années 2010 au profit de fonds de capital-risque, de fonds d'investissement spéculatifs et de foncières cotées (Kitzmann 2017). Couplé à la faiblesse des moyens proposés pour le conventionnement de nouveaux logements sociaux, ce phénomène a abouti à une contraction du parc de logements appartenant à des entreprises publiques ou privées de l'habitat, qui se trouvent de ce fait marginalisées parmi les acteurs locaux de l'habitat, quand elles n'ont pas été liquidées au moment de la vente de leur patrimoine (Bernt, Colini, et Förste 2017). Ainsi, certaines collectivités allemandes, confrontées à la cherté croissante du logement à la fin des années 2010, ont ensuite été contraintes de créer *ex nihilo* de nouvelles sociétés publiques de l'habitat¹⁰⁹ (Gimat et Marot 2020).

La littérature décrit des modalités d'implications différentes des investisseurs institutionnels dans d'autres contextes, où, plutôt que de remplacer les acteurs traditionnels du logement social, ils viennent s'ajouter aux acteurs de l'immobilier et imposer des modes de faire nouveaux. Ainsi, Janoschka et al. (2020b) décrivent comment le fonds d'investissement Blackstone a constitué un portefeuille de près de 120 000 logements en une demi-douzaine d'années en Espagne, en ayant recours à l'achat de logements par des filiales auprès de sociétés publiques spécialisées dans la gestion immobilière, d'autres investisseurs institutionnels et de banques. À New-York, Fields (2017) décrit la façon dont des investisseurs

¹⁰⁸ En France, le rapport du sénateur Philippe Dallier (2019) considère que l'émission de titres obligataires sur les marchés financiers est trop coûteuse et complexe pour occuper une place autre que « limitée » dans le système de financement Hlm. Il est précisé, lors de l'examen en commission du rapport, que la démarche de notation nécessaire à l'émission de titres obligataires coûterait entre 30 et 40 000 euros par an et par organisme. Ce constat est suivi par Wendling et al. (2019), pour qui le recours aux émissions obligataires implique aussi des coûts fixes trop importants pour que les organismes Hlm y aient fréquemment recours, sauf dispositif de mutualisation.

¹⁰⁹ Ça a par exemple été le cas à Dresde avec la création en 2017 de *Wohnen in Dresden* (littéralement Habiter à Dresde).

institutionnels ont progressivement constitué à partir du milieu des années 2000 des portefeuilles de logements, appartenant auparavant à des personnes physiques et soumis au contrôle des loyers. Dans les deux cas, les auteurs notent une facilitation du processus par les acteurs publics (encourageant la vente de logements publics en Espagne et dérégulant les hausses de loyers à New York), d'importantes résistances de la part des locataires (cf. section 4.4.2 infra), mais soulignent aussi le fait que la gestion des investisseurs institutionnels mobilise des rationalités et des outils différents de ceux des autres acteurs immobiliers, et peut être amenée à faire référence localement : à Madrid, les hausses de loyer et les pratiques d'expulsions sélectives de locataires par Blackstone semblent ainsi avoir été suivies par d'autres gestionnaires immobiliers (Janoschka et al. 2020b).

Si la situation en France a peu de points communs avec l'Allemagne du fait de l'interdiction des ventes en bloc de logements sociaux à des personnes morales extérieures au secteur Hlm, elle diffère aussi de ce qui s'est produit en Espagne et à New York. En effet, ce sont certains organismes Hlm privés détenteurs de logements nombreux, tels que les filiales de CDC Habitat ou d'Action Logement, qui sont co-investisseurs ou partenaires de fonds (cf. section 1). On observe au sein de ces institutions les prémices d'évolutions proches de celles décrites pour le recours aux marchés obligataires, c'est-à-dire l'appropriation de compétences, instruments et représentations liées à la gestion d'actifs immobiliers ainsi qu'à la finance de marché. Ainsi, des gérants d'actifs (*asset managers*) sont d'ores et déjà recrutés pour déployer des discours et techniques susceptibles de correspondre aux attentes des investisseurs et de leurs intermédiaires, à l'image des évolutions observées avec la création et la montée en puissance de la société Ampère Gestion au sein de CDC Habitat (Bigorgne et Le Corre 2021)¹¹⁰. Comme pour les obligations, ces évolutions sont aussi encouragées par l'apparition d'intermédiaires, qui mettent en relation organismes Hlm et investisseurs. C'est notamment le cas des sociétés de gestion de portefeuille, qui œuvrent pour faire correspondre les projets immobiliers et les attentes des investisseurs : elles sont par exemple susceptibles de peser auprès des promoteurs immobiliers qui, pour leur vendre des bâtiments, peuvent chercher à se conformer aux critères qu'elles formulent (Guironnet 2017). La multiplication des fonds d'investissement dans le logement aidé peut aussi contribuer à renforcer le poids de certains intermédiaires spécialisés dans la fourniture de services (études de marché, évaluation du patrimoine, négociation des transactions), à l'image des cabinets de conseil en immobilier (Guironnet et Halbert 2018; Duros 2019). Il est toutefois à noter que la majorité des organismes Hlm reste pour l'instant à l'écart de ces évolutions, concentrées au sein de certaines filiales très actives des ESH suscitées.

Quoi qu'il en soit, ce renforcement des acteurs et rationalités financières dans la production urbaine n'est pas un jeu à somme nulle pour au moins deux raisons. Il est tout d'abord susceptible de renforcer la place d'autres acteurs privés, en commençant par les promoteurs. Si leur implication dans le secteur aidé est liée à d'autres causes (Gimat, 2017), il se pourrait que la place croissante des marchés financiers la renforce, à l'image du logement intermédiaire où les fonds de CDC Habitat s'appuient avant tout sur le

¹¹⁰ Ceci pourrait par exemple introduire la technique des flux de trésorerie actualisés (*discounted cash flow*) pour légitimer les décisions d'investissement, de rénovation ou de cession, instillant un point de vue d'investisseur financier, à l'image d'autres secteurs, dont celui des propriétés publiques (Adisson 2019).

marché de la promotion privée pour constituer leurs portefeuilles immobiliers, et en particulier de grands promoteurs capables de signer des accords pluriannuels prévoyant un nombre important de logements, à l'image de Nexity, Altarea ou Kaufman & Broad (Bigorgne 2017)¹¹¹. De plus, le renforcement des acteurs financiers ne se fait pas nécessairement au détriment des acteurs publics. Au contraire, pour certains d'entre eux, le recours à la finance de marché a permis de regagner des capacités d'action face à la diminution de leurs ressources liées à la désindustrialisation (Hendrikse et Sidaway 2014) ou aux politiques d'austérité (Lagna 2015; Adisson 2020). Cependant, ce renforcement mutuel se fait très souvent sous contrainte de conformité avec les normes et les attentes de risque, rendement, et liquidité du secteur financier.

Partant, on peut interpréter le cas des fonds CDC Habitat comme une tentative pour le groupe Caisse des Dépôts de retrouver une légitimité et des moyens financiers, dans un contexte où son action dite d'intérêt général, comme le financement du logement social par le livret A, est remise en cause depuis plusieurs années par des réformes visant à libéraliser l'épargne (Halbert et al. 2013; Frétigny 2015). En contrepartie, le système institutionnel du logement intermédiaire autour de sa filiale Ampère Gestion a été calqué sur les attentes de la finance, tant dans son cadre réglementaire (exonérations fiscales), ses instruments (fonds), que dans sa thèse d'investissement (Bigorgne et Le Corre 2021). Dans ce cas, le renforcement des acteurs financiers se traduit donc par l'internalisation et la traduction de leurs attentes dans l'appareil et l'instrumentation étatiques, au point de pouvoir parler de « financiarisation des politiques publiques » (Chiapello 2017; voir aussi Adisson 2020). Cette interprétation rejoint les observations sur le cas italien : dans un contexte de diminution drastique des financements étatiques, la création de nouveaux instruments (fonds d'investissement similaires aux OPCI), et leur capitalisation et leur gestion partielles *via* la CDP (banque parapublique équivalente à la CDC), a permis à l'État de relancer la production de logements sociaux, au prix de l'adoption de logiques actionnariales (Belotti 2021).

Au total, l'imbrication entre marchés des capitaux et secteur du logement aidé engendre des transformations affectant tant les opérateurs dans leur organisation et leur fonctionnement, que leurs interactions avec les autres acteurs de la production urbaine. Sans en être à l'origine, cette imbrication est susceptible de renforcer la concentration et la fragmentation du secteur, deux tendances dont nous venons de montrer qu'elles ne sont contradictoires qu'en apparence seulement.

4.2. Une réorganisation des flux financiers au profit des acteurs de la finance de marché et de leurs clients ?

L'extension des acteurs et instruments de la finance de marché dans le secteur du logement aidé permettent à ces derniers de disposer de droits sur les logements sociaux et intermédiaires, et plus particulièrement sur leurs flux de loyers, à partir desquels sont déployées des stratégies d'accumulation multiples (4.2.1). Cela a pour effet d'organiser des transferts financiers qui rebattent la distribution des

¹¹¹ Ceci pourrait avoir pour effet de pousser certains organismes Hlm à se concentrer sur des activités de gestion locative, alors qu'ils sont concurrencés sur leurs activités de promotion immobilière. Une telle évolution pourrait alors contrecarrer la trajectoire de diversification engagée par nombre d'organismes Hlm cherchant à doper le niveau de leurs fonds propres.

richesses, au profit des investisseurs sur les marchés des capitaux et des administrateurs de leurs fonds (4.2.2).

4.2.1. Mécanismes d'accumulation

Lorsqu'ils deviennent actionnaires à travers leurs capitaux propres ou créiteurs par la fourniture de prêts, les investisseurs institutionnels acquièrent des droits sur les flux financiers des organismes auxquels ils apportent des capitaux. Conformément aux conceptions dominantes de la finance de marché, ces acteurs cherchent à mettre en œuvre une logique d'optimisation du rendement qui peut donner lieu à deux principales stratégies¹¹². Celles-ci peuvent d'ailleurs se combiner dans des proportions variables dans le temps, en fonction du contexte macro-économique notamment, ainsi que dans l'espace, selon les caractéristiques des systèmes territoriaux dans lesquels les investissements sont déployés, avec des différences pouvant être observées y compris à une échelle très fine, notamment à celle du quartier, voire de l'immeuble (Wijburg, Aalbers, et Heeg 2018). Loin d'un déploiement similaire en tous lieux et en tout temps, D. Fields et S. Uffer (2016) concluent au « caractère adaptatif des stratégies financières » mobilisées.

Le premier mécanisme de rémunération des capitaux est lié aux revenus issus des recettes locatives, ainsi qu'aux éventuels gains en capital à la revente du bien. Une fois déduites les dépenses d'exploitation courante et les investissements pour la rénovation du patrimoine immobilier, les excédents éventuels assurent la rémunération des investisseurs (soit sous forme de remboursement des emprunts souscrits sur les marchés des capitaux, soit par la rémunération des actionnaires *via* le versement de dividendes dans le cas des fonds). Outre la liquidité accrue pour les investisseurs pouvant céder plus facilement leurs participations, le recours à des fonds d'investissement constituerait de ce point de vue en France un moyen de contourner le plafonnement des dividendes distribuées par les ESH, imposé par la réglementation. Leur extension aux logements locatifs sociaux conventionnés nécessiterait cependant une évolution du cadre réglementaire (Wendling et al. 2019).

Une seconde modalité d'accumulation, encastrée dans la première au point de pouvoir passer relativement inaperçue, renvoie à l'importance des aides personnelles au logement dans le secteur du logement aidé. Sans que ceci soit d'ailleurs entièrement spécifique à ce type de logement (pensons par exemple aux ménages bailleurs louant à des étudiants à revenus modestes bénéficiant d'aides pour se loger), une partie de la rémunération des créanciers et actionnaires provient de recettes locatives plus ou moins financée par des aides publiques. Bernt et al. (2017) montrent par exemple que les réformes associées aux aides Hartz IV en Allemagne ont eu pour effet d'une part de solvabiliser certains ménages et d'autre part d'accroître la demande en logements locatifs bon marché, les aides n'étant plus distribuées lorsque les loyers dépassent certains plafonds définis localement. Cela a contribué à « dé-risquer » les investisseurs et à leur fournir une clientèle quasi-captive, au point que ces derniers peuvent choisir de cibler préférentiellement

¹¹² Une troisième modalité de rémunération dépend des dynamiques de valorisation propres aux marchés des capitaux. Les émissions obligataires ou les parts prises dans des véhicules d'investissement peuvent être revendues à profit auprès d'autres investisseurs sur un marché dit secondaire. Les gains en capitaux dépendent ici d'évolutions dépassant celles du seul secteur du logement, par exemple en fonction des politiques monétaires des banques centrales déterminant une plus ou moins forte présence de liquidités influant alors sur le cours des marchés financiers.

les ménages bénéficiant de ces aides dans leur stratégie de recherche de nouveaux locataires et de leur répartition dans le parc (*ibid.*, pp. 564-65). Outre la sélection des ménages locataires en fonction de leur correspondance aux critères d'éligibilité, Rosenman (2018) montre comment, aux États-Unis, la présence des acteurs du marché de l'investissement se traduit par une évolution dans les pratiques de gestion locative et d'insertion de locataires : à l'aide d'un pilotage par des indicateurs principalement financiers, la priorité est accordée au captage des aides publiques aux locataires pour garantir la rentabilité des investissements.

Sur un plan transversal, ces différentes modalités de rémunération du capital peuvent enfin bénéficier d'incitations financières accordées par la puissance publique. Des exemptions de fiscalité (TVA, impôt sur les sociétés, taxes sur les propriétés bâties ou non bâties) en améliorent le bilan financier ; tandis que des régimes d'imposition sur les bénéfices, à l'image de la transparence fiscale accordée à certains véhicules d'investissement réglementés (SIIC, OPCI, SCPI notamment) peuvent accroître l'attrait auprès des investisseurs.

4.2.2. *Effets sur la distribution des richesses*

Ces différentes modalités de rémunération et de gestion du risque perçu inscrivent l'analyse au-delà de la seule question de l'accès au logement. Dès lors que les logements sont utilisés comme supports de titres financiers échangés sur les marchés des capitaux, ils sont traversés par des enjeux de création et de redistribution de richesse entre groupes sociaux. Or, indépendamment de la hiérarchie des garanties de rémunération entre dette et capitaux propres, dans tous les cas, cette accumulation opère à destination des intermédiaires financiers et de leurs clients-investisseurs composant la « classe patrimoniale » (Piketty 2013).

Parce qu'ils sont captés à travers les recettes locatives, les revenus des ménages locataires (dont les prestations sociales) participent ainsi de la redistribution des richesses au profit d'autres groupes sociaux (par exemple les ménages qui ont capacité à épargner *via* l'assurance-vie, les salariés qui bénéficient de retraites par capitalisation, etc.). Dans le cas de cession de patrimoine détenu par des organismes Hlm ayant bénéficié d'aides publiques, ce sont également des ressources financières de la puissance publique, notamment celles mobilisées pour permettre leur construction (subventions, terrains, etc.), qui sont *de facto* transférées.

4.3. **Des stratégies de gestion et d'implantation susceptibles de renforcer les inégalités socio-spatiales à plusieurs échelles ?**

Outre leurs effets redistributifs, l'optimisation du rendement des investisseurs institutionnels décrite ci-dessus est susceptible de peser sur la distribution des ressources spatiales associées à l'accès (ou non) à un logement à travers deux leviers : d'une part, par une évolution des stratégies de gestion locative et patrimoniale, d'autre part, par une intervention inégalement répartie sur le territoire national à différentes échelles. Nonobstant les effets sur la stimulation de la construction de nouveaux logements, les exemples étrangers laissent conjecturer un renforcement des inégalités socio-spatiales préexistantes, en accroissant la

résidualisation du parc de logement social, ainsi qu'en opérant une différenciation à grains fins des patrimoines et des locataires réunis sous le vocable fourre-tout de l' « abordabilité ».

4.3.1. *À l'échelle urbaine, des stratégies renforçant les logiques ségrégatives des marchés immobiliers*

Avec l'arrivée d'investisseurs institutionnels, les stratégies de gestion locative et patrimoniale évoluent. Ces évolutions ont notamment été décrites aux États-Unis et en Allemagne, où des foncières cotées et des fonds d'investissement ont acquis d'importants parcs immobiliers accueillant des ménages aux revenus modestes. Ces travaux mettent en évidence les effets sur le peuplement et l'entretien des immeubles concernés de stratégies retenues par les investisseurs et qui diffèrent selon la dynamique des marchés immobiliers locaux.

4.3.1.1. *Dans les marchés les plus valorisés, l'encouragement à la hausse des valeurs locatives et foncières par l'investissement et la rotation des locataires*

Dans les ensembles immobiliers situés dans des quartiers centraux et péri-centraux, les investisseurs institutionnels cherchent à tirer parti de la dynamique haussière des marchés immobiliers – ou du moins à profiter du différentiel entre la valeur des ensembles immobiliers au moment de leur rachat (souvent grevée par leur rattachement au secteur social) et leur valeur potentielle à prix de marché. Pour ce faire, ils réalisent des travaux d'entretien, de rénovation et de développement des logements, ce qui leur permet de justifier des augmentations des loyers et d'améliorer la valorisation de leur parc, notamment dans la perspective de dégager des plus-values lors d'une éventuelle revente. Parfois qualifiée de « rénoviction », cette stratégie aboutit à une sélectivité sociale du point de vue du peuplement, des ménages modestes se trouvant contraints de quitter leur logement du fait de la hausse des loyers. La gestion des logements par les investisseurs institutionnels contribue donc en ce cas au processus de gentrification (August et Walks 2018). Wijburg et al. (2018) décrivent par exemple la stratégie de la foncière Vonovia à Essen, en Allemagne. Les services de Vonovia identifient dans les années 2010 le quartier populaire d'Elting, où la foncière détient près de 3 500 logements, comme ayant un potentiel important du fait de la proximité du centre-ville et d'entreprises pourvoyeuses d'emploi. Ils conçoivent en conséquence un plan de modernisation et d'amélioration de l'efficacité énergétique du patrimoine et travaillent avec la collectivité pour restructurer les espaces publics environnants. En complément, ils mettent en œuvre une démarche de marketing pour valoriser la dimension « verte » du quartier, engagent un « *manager* de quartier » chargé d'en piloter le développement et mettent un local commercial inoccupé à la disposition d'une galerie d'art. Ces actions permettent d'augmenter progressivement les loyers au sein de l'ensemble immobilier et d'attirer des locataires plus aisés.

Dans d'autres quartiers, on observe aussi une volonté de tirer parti de l'augmentation de la valeur des biens gérés par le recours à des stratégies abusives, reposant sur une diminution des dépenses d'entretien et une gestion locative visant à faire partir les locataires en place et à augmenter les taux de rotation, chaque remise en location permettant l'augmentation des loyers. À New York, Fields et Uffer (2016) détaillent la

méthode employée dans le parc locatif privé à loyer contrôlé racheté par des fonds d'investissement : ces derniers refusent de réaliser certaines réparations pressantes, pratiquent des augmentations de loyer illégales, ou ont recours à des expulsions de locataires au moindre retard de paiement, voire à du harcèlement et des menaces d'appeler les services chargés de l'immigration (voir aussi Teresa 2020). Des pratiques comparables sont décrites par Janoschka et al. (2020a) dans un ensemble immobilier madrilène racheté en 2012 par le fonds d'investissement Blackstone. Ils soulignent que l'augmentation des taux de rotation a abouti au départ des ménages les plus modestes du quartier, contribuant ainsi à y éroder les relations et solidarités préexistantes.

Se pose aussi, au sein de ces marchés « tendus » la question de l'adéquation entre l'offre de logements locatifs proposée par les investisseurs et la demande. En Île-de-France, l'Institut Paris Région constate ainsi que les logements intermédiaires produits entre 2014 et 2019 sont principalement des petits logements (T1-T2), jugés plus rentables et plus faciles à louer, mais parfois en décalage avec les objectifs des politiques du logement des collectivités (Joinet et Pauquet 2020)¹¹³.

4.3.1.2. *Dans les marchés les moins valorisés : une concentration des ménages les plus pauvres dans certains segments du parc*

Dans les ensembles immobiliers les moins valorisés et/ou situés dans des quartiers périphériques, les investisseurs institutionnels et des organismes gestionnaires de logements sociaux ayant intégré les attentes des marchés financiers peuvent chercher à minimiser les dépenses d'entretien et de rénovation de leur patrimoine. C'est par exemple le cas de certaines *housing associations* en Angleterre (Wainwright et Manville 2017). Cette stratégie peut également être doublée d'une recherche de réduction systématique de la vacance locative, y compris en accueillant des ménages très modestes. Ce faisant, ces gestionnaires maximisent le rendement de loyers certes faibles, mais perçus comme garantis grâce aux aides que les acteurs publics distribuent aux ménages pour se loger (cf. section 4.2.1).

Ce type de stratégie contribue doublement à la déqualification des ensembles immobiliers concernés, en facilitant à la fois la dégradation du bâti et la ségrégation sociospatiale. Grossman et al. (2017) décrivent ainsi la façon dont plusieurs évolutions des politiques du logement allemandes se superposent pour différencier les trajectoires des immeubles d'un grand ensemble situé à Leipzig. Tandis qu'une partie des immeubles est rénovée, des stratégies d'attribution des logements et une communication agressive soulignant l'accessibilité de certains logements aux ménages éligibles aux aides publiques sont mobilisées pour concentrer dans d'autres immeubles les ménages très modestes ou perçus comme « fauteurs de troubles ». Cela a pour effet de renforcer une ségrégation sociospatiale à une échelle fine et de complexifier la mise en œuvre des politiques de rénovation urbaine prévues par les pouvoirs publics. De telles stratégies ont été documentées dans d'autres villes allemandes par Bernt et al. (2017) ou Wijburg et al. (2018), qui

¹¹³ De ce point de vue, le LLI n'est pas une reconstitution du parc immobilier que possédaient les institutionnels avant les années 1990, qui incluait une partie importante de « grandes typologies, une localisation centrale et des baux de 6 ans, [...] le tout à des niveaux de loyers au mètre carré abordable » (Joinet et Pauquet 2020, 35). L'Institut note aussi que la population de ménages éligible à ces logements intermédiaires et susceptible d'y avoir recours représente entre 3 et 6 % des ménages de la Métropole du Grand Paris.

montrent qu'elles peuvent être profitables tant que le coût de la gestion locative et patrimoniale des ensembles immobiliers concernés est méthodiquement maintenu à un faible niveau.

Ainsi, l'intervention des investisseurs institutionnels dans le secteur du logement aidé a pour principal effet à l'échelle intra-urbaine de renforcer les effets ségrégatifs des dynamiques du marché immobilier (de gentrification comme de déqualification), tout en s'articulant de façon complexe avec les politiques publiques préexistantes et l'histoire des ensembles immobiliers.

4.3.2. *Aux échelles nationale et régionale, un accroissement de la résidualisation du parc social et de la différenciation de l'offre locative entre marchés « tendus » et « détendus »*

Aux échelles nationale et régionale, le rôle accru des acteurs financiers dans les politiques du logement aidé pourrait également avoir des effets sur les inégalités socio-spatiales, ici aussi de façon différenciée en fonction des types de marchés immobiliers. Du fait de leurs attentes en matière de rentabilité et de leur appréciation du risque, les acteurs financiers ont tendance à cibler les marchés identifiés comme « tendus ». En France, cette approche par la « tension » peut être très restrictive, dans la mesure où elle se limite parfois à quelques communes dans les métropoles de Paris, Lyon et de la Côte d'Azur et où elle peut être différenciée au sein même de ces territoires. CDC Habitat, à travers sa filiale Ampère Gestion mobilise par exemple des critères d'intervention différents pour ses fonds dédiés au logement locatif intermédiaire entre le centre de la métropole parisienne (dit « core ») et les quartiers de gare du Grand Paris Express (dits « value-added ») (Bigorgne et Le Corre 2021). Cette sélectivité spatiale a été observée dans d'autres pays, mais parfois à partir de critères différents. En Italie, les fonds investissant dans le logement social interviennent par exemple principalement dans des régions où ils disposent de réseaux, où il y a une pratique ancienne du partenariat public-privé et où il existe une concentration d'acteurs des marchés financiers, c'est-à-dire dans les régions du Nord et principalement en Lombardie (Belotti 2021, 19).

4.3.2.1. *Derrière le vocabulaire de l'abordabilité, une concurrence entre les différents types de logements aidés au sein des marchés « tendus »*

Au sein des marchés immobiliers « tendus », l'implication des acteurs financiers pourrait aboutir à une mise en concurrence du logement social avec d'autres produits locatifs certes aidés, mais moins accessibles aux ménages modestes. La situation anglaise est un exemple de ce type d'évolution. Historiquement chargées d'une partie du secteur du logement social et en assurant depuis les années 1980 l'essentiel de la production neuve, les *housing associations* britanniques ont vu leurs modalités de financement bouleversées : à partir de 2011, l'État a réduit sa contribution et les a encouragées à produire, en plus des logements sociaux, des logements à loyers dits « abordables » (*affordable*, définis comme au moins 20 % en-dessous des loyers de marché) ainsi que des logements locatifs à prix de marché et en accession sociale à la propriété. Cette réforme a encouragé les bailleurs à diversifier dans un même mouvement leur production immobilière et leurs sources de financement, ce qui a été fait en ayant notamment recours à des

financements obligataires (Tang, Oxley, et Mekic 2017). Or, Smyth et al. (2020) montrent que cela a abouti à l'appropriation par les *housing associations* des critères des agences de notation. Ces critères encouragent la réalisation de produits immobiliers alternatifs aux logements à loyers sociaux et la transformation des logements à loyers sociaux en logements à loyers « abordables ». Ainsi, en 2016-2017, seuls 2 % des nouveaux logements produits par des *housing associations* étaient encore des logements à loyer social (Murie 2018). Smyth et al. (2020) notent qu'en la matière, les critères des agences de notation et les objectifs des gouvernements conservateurs au pouvoir apparaissent comme alignés (voir aussi : Tang, Oxley, et Mekic 2017). Le vocabulaire de l'abordabilité, en englobant différents types de logements alternatifs à ceux que propose le marché, permet dans ce cas de dissimuler la baisse de la part des logements aux loyers les moins élevés au profit de leur intégration dans un ensemble plus large, mais financièrement moins accessible aux plus démunis.

En France, les prémices d'une telle évolution sont déjà visibles, alors que des collectivités en nombre croissant sont préoccupées par les effets de la cherté du logement sur leurs populations. Le plan de relance post-Covid de CDC Habitat déjà évoqué a été présenté dans la presse comme permettant de créer des « logements à loyer abordable »¹¹⁴. Ici, le terme d'« abordable » permet de rassembler des logements aux niveaux de loyers et aux conditions d'accès très différentes, parmi lesquels ne sont prévus que 15 000 logements sociaux, le reste étant composé de logements liés à des fonds gérés par Ampère Gestion (soit 15 000 logements abordables contractualisés¹¹⁵ et 10 000 logements intermédiaires). CDC Habitat poursuit cette stratégie en annonçant la création, en mai 2021, d'un « fonds de logement abordable » avec plusieurs institutionnels (BNP Paribas Cardiff, ERAFP, Generali). Il s'agit de proposer 1 000 logements (dont 700 existants) à des loyers de 15 % inférieurs aux loyers de marché à Paris et dans les Hauts-de-Seine afin de « permettre aux travailleurs clés de se loger au plus près des bassins d'emploi »¹¹⁶. Aucun de ces logements ne bénéficiera de niveaux de loyer et de conditions d'occupation comparables à ceux de logements sociaux.

Une autre illustration de cette évolution est l'apparition de débats dans la sphère publique concernant l'allocation des avantages conférés par l'État aux différents types de logements locatifs aidés, alors que ce type de débats opposait plutôt, jusqu'à récemment, le logement social à l'accession à la propriété (Lambert, 2015). Ainsi, un référé de la Cour des comptes de 2018 encourage le gouvernement à organiser la fin des politiques d'incitation à l'investissement locatif des ménages par la défiscalisation comme le Pinel, dont le rapport coût/bénéfice est jugé défavorable, au profit de l'implication « renforcée » des investisseurs

¹¹⁴ Voir par exemple : Éric Tréguier, « La Caisse des dépôts crée 40 000 logements à loyer abordable, un record », *Challenges*, 15 septembre 2020, [en ligne](#).

¹¹⁵ Les logements abordables contractualisés (LAC) proposés par CDC Habitat ne font l'objet d'aucune réglementation. Il s'agit de logements locatifs ordinaires, qui peuvent donner lieu à une contractualisation entre le bailleur et une collectivité territoriale, dans laquelle le bailleur s'engage à louer les logements à un prix inférieur aux loyers de marché pendant une durée déterminée et à proposer à l'issue de cette période aux ménages l'achat du logement qu'ils occupent (« Le logement abordable contractualisé, un pari gagnant-gagnant pour les territoires », CDC Habitat, 18 novembre 2020, [en ligne](#)).

¹¹⁶ « Ampère Gestion lance un fonds pour le logement abordable », *L'AGEFI Quotidien*, 21 mai 2021, [en ligne](#).

institutionnels dans la location de logements privés¹¹⁷. Parallèlement, des acteurs du secteur Hlm et leurs soutiens développent un discours critique sur le LLI, reposant sur l'idée selon laquelle l'aide apportée par l'État est « supérieure » à celle dédiée au logement social, « alors que les loyers y sont deux fois supérieurs »¹¹⁸. Malgré l'obligation d'associer dans les programmes immobiliers neufs LLI et logements sociaux, on repère ici les signes d'un conflit distributionnel entre différents segments des politiques du logement aidé, témoignant de la crainte que l'intermédiaire, mieux financé, remplace dans la production neuve au sein des zones « tendues » tout ou partie du logement Hlm.

4.3.2.2. *Vers un abandon des logements aidés au sein des marchés « détendus » ?*

Parallèlement, dans les marchés considérés comme « détendus » par les acteurs financiers eux-mêmes, il y a un risque d'accroissement des difficultés préexistantes. Si l'action publique en matière d'habitat se concentre sur les produits pouvant être financés (ou co-financés) par les marchés financiers, il est possible que les financements ordinaires pour le logement social soient insuffisants pour assurer l'entretien, le développement et la transition écologique du parc Hlm des marchés « détendus ». Le développement de stratégies de gestion originales du parc, parfois justifiées au sein de ces territoires du fait de la faiblesse ou de la spécificité de la demande (Mondain 2021), serait aussi rendu plus complexe.

Ces hypothèses sont à nuancer au regard de l'expérience allemande. Lorsque les investisseurs institutionnels ont racheté les portefeuilles de logement des sociétés municipales de l'habitat, ils sont devenus gestionnaires de nombreux logements situés en zones « détendues ». Si certains ont immédiatement procédé à des cessions, cherchant à réaliser des plus-values grâce par la revente à la découpe de logements achetés en bloc (Wijburg et Aalbers 2017), d'autres se sont engagés dans des stratégies de gestion de plus long terme (Bernt, Colini, et Förste 2017; Grossmann, Kabisch, et Kabisch 2017).

De tels choix restent néanmoins exposés à des évolutions dépendantes des gestionnaires des fonds et des foncières, ainsi que de l'anticipation des attentes de leurs actionnaires. Ainsi, après avoir considérablement accru son portefeuille de logements grâce aux acquisitions de logements sociaux, l'introduction en bourse du géant Vonovia s'est traduite par une évolution dans la stratégie de gestion du patrimoine avec un objectif de réduire, à nombre de logements inchangés, le nombre de localités de plus de 800 à environ 400, ce recentrage opérant au détriment des régions à moins forte perspective de valorisation, c'est-à-dire celles affectées par la décroissance. Il s'agit en effet de ne conserver que le patrimoine à forte perspective de valorisation des « régions urbaines en croissance », un choix qui est justifié auprès des

¹¹⁷ Didier Migaud, *Référé de la Cour des comptes concernant les dépenses fiscales en faveur de l'investissement locatif des ménages*, 17 janvier 2018, [en ligne](#).

¹¹⁸ Ces propos, qu'il est difficile de vérifier, reposent vraisemblablement sur une exagération. Ils ont été tenus par Marcel Rogemont, président de la Fédération des OPH (« Un protocole pour produire 55 000 logements intermédiaires d'ici 2023 », *Business Immo*, 17 novembre 2021, [en ligne](#)). À l'issue de son assemblée générale de juin 2022, cette dernière réclame l'abandon des dispositifs de défiscalisation et « une équité de traitement entre logement social et le logement locatif intermédiaire », présenté comme venant « concurrencer frontalement la construction de logements Hlm sur les territoires les plus tendus » (Fédération des OPH, *Logement social : pour un quinquennat utile à nos concitoyens*, Assemblée générale de Rennes, juin 2022, [en ligne](#)). Dans la même veine, dans une note publiée en septembre 2021 commentant les travaux de la commission Rebsamen « pour la relance durable de la construction de logements », la sénatrice Marie-Noëlle Lienemann s'inquiète d'observer, en zone « tendue », « une divergence anormale entre la baisse de la production de logements sociaux et la montée du logement intermédiaire » (Marie-Noëlle Lienemann, « Ma note sur le rapport d'étape de la commission 'pour une relance durable de la construction de logements' », 17 septembre 2021, [en ligne](#)).

actionnaires par la hausse de la valeur résultante des actifs (+ 40 % entre 2017 et 2019 pour ces localisations stratégiques, contre + 6 % pour la partie du patrimoine qui n'a pas encore été cédée dans des zones en décroissance ou stables)¹¹⁹.

En France, certains acteurs prévoient explicitement d'intervenir au sein de territoires « détendus », mais uniquement lorsqu'ils font par ailleurs l'objet de grands programmes d'investissement public. C'est le cas du fonds Initial, qui intervient au sein de quartiers prioritaires de la politique de la ville ou encore de CDC Habitat, qui annonce expérimenter des produits destinés à des investisseurs institutionnels dans des villes impliquées dans le programme Action Cœur de Ville¹²⁰. Un protocole d'engagement récent entre différents acteurs du LLI prévoit aussi de « flécher » une partie de leur production neuve dans les quartiers en rénovation urbaine¹²¹.

Au travers de ces différentes évolutions, l'implication d'acteurs financiers dans le logement aidé semble pouvoir contribuer à la résidualisation du logement social en France de deux manières. D'une part, elle pourrait être à l'origine d'une diminution de la production de logements sociaux dans les marchés « tendus » au profit d'autres types de logements dits « abordables », ceux-ci pouvant potentiellement attirer, qui plus est, une partie des ménages de classe moyenne qui auraient pu résider dans des logements sociaux ou y résidant encore, contribuant ainsi à la paupérisation du peuplement du parc Hlm. D'autre part, le faible intérêt des investisseurs pour certaines parties des marchés « détendus » couplé à la « mise en crise » du circuit de financement Hlm pourrait complexifier la lutte contre la déqualification du parc dans ces territoires.

4.4. Les investisseurs face aux gouvernements locaux et aux mobilisations citoyennes

Bien que le pouvoir des investisseurs (et de leurs intermédiaires) soit susceptible d'être renforcé au gré de leur arrivée dans le logement aidé, ces acteurs ne sont pas seuls dans la production urbaine, d'autres acteurs privés (propriétaires fonciers, promoteurs privés) ou publics (collectivités, aménageurs, bailleurs sociaux, locataires) disposant de ressources clés pour garantir la valorisation de leurs capitaux. De ce point de vue, la littérature existante décrit une variété d'arrangements entre acteurs, dont la conflictualité des relations est pour partie liée aux modes d'accumulation privilégiés par les acteurs financiers.

4.4.1. Du partenariat au conflit : des rapports variables entre investisseurs et gouvernements locaux

Différents travaux menés en Allemagne illustrent le fait qu'il n'existe pas une stratégie unique dans la façon dont les investisseurs institutionnels propriétaires de logements aidés organisent leurs relations avec les gouvernements locaux. Ainsi, la rénovation du quartier d'Elting décrite ci-dessus a été rendue possible

¹¹⁹ Vonovia, « Driving Residential Innovation », *Annual Report 2020*, p. 51, [en ligne](#).

¹²⁰ CDC Habitat, « Le logement abordable contractualisé (LAC), un pari gagnant pour les territoires », site internet, 18 novembre 2020, 18 novembre 2020, [en ligne](#).

¹²¹ Christine Lejoux, « Gouvernement, opérateurs et investisseurs signent un protocole pour produire 55 000 logements intermédiaires en 3 ans », *AEF Infos*, 15 novembre 2021, [en ligne](#).

par l'articulation entre des investissements directs de Vonovia, des prêts fédéraux obtenus par la municipalité et un engagement de cette dernière à prendre en charge une partie des augmentations de loyer permises par l'opération. Ce partenariat a permis à Vonovia non seulement de minimiser son propre engagement financier et d'améliorer son image de marque, mais aussi de profiter de l'accroissement des flux de loyers et de l'augmentation des valeurs foncières de son patrimoine (Wijburg, Aalbers, et Heeg 2018). Ce type de coalition entre acteurs publics et privés pour mener des projets urbains et capter des subventions a été observé dans d'autres contextes politico-géographiques et au profit d'autres politiques sectorielles (Cochrane, Peck, et Tickell 1996; Bernt 2009).

Une situation inverse est cependant décrite par Bernt et al. (2017) à propos d'un quartier en rénovation urbaine dans la ville de Halle. Dans ce cas, les investisseurs sont en conflit ouvert avec les pouvoirs locaux et empêchent la mise en œuvre du projet de rénovation. Celui-ci prévoit en effet que certains immeubles soient démolis, ce qui a pour effet de les rendre inéligibles à des financements publics : en l'absence de concurrence de la part de sociétés de logement ou d'aménagement publiques, les investisseurs ont tiré parti de cette situation pour les racheter à bas prix. Ils refusent ensuite de mettre en œuvre les projets de démolition, préférant continuer de louer les immeubles à des loyers très bas, les ménages les occupant étant solvabilisés par les aides au logement. Cette stratégie aboutit à une situation de blocage et de dégradation du cadre de vie au sein du quartier. Pour les auteurs, cette situation est le résultat de la superposition mal maîtrisée de différentes mutations des politiques publiques sociales et urbaines (aides au logement, rénovation urbaine, financiarisation du parc locatif), mais aussi de l'absence d'ancrage local, de dépendance vis-à-vis des systèmes de décision et de financement public et d'intérêt pour la gestion immobilière de long terme de certains investisseurs institutionnels.

L'enrôlement des investisseurs institutionnels dans des politiques urbaines locales semble donc dépendre non seulement de leur appréciation de la capacité de ces politiques à améliorer leur image de marque ou la valeur de leur patrimoine, mais aussi de facteurs associés aux contextes locaux et aux stratégies d'investissement, comme l'ancienneté et l'intensité de la participation des investisseurs aux systèmes d'acteurs et la durée prévisionnelle de détention des biens. En France, les premiers constats autour du LLI laissent penser que les modes traditionnels de régulation de la production du logement, dans lesquels l'État et les élus locaux les conservent un poids déterminant (Pollard 2018), ne sont pas profondément remis en cause. L'Institut Paris Region note ainsi que, si la production d'opérations en LLI peut susciter des tensions entre opérateurs et collectivités (autour de la taille des logements, du rythme des commercialisations, de l'occupation des logements ou du devenir à long terme des copropriétés), elle fait l'objet d'une coordination croissante entre acteurs au fur et à mesure que les programmes se développent (Joinet et Pauquet 2020). Est notamment cité l'exemple de conventions pluriannuelles relatives au LLI entre collectivités et opérateurs au sujet des points cités ci-dessus. Cependant, l'Institut fait dans le même temps état du refus de certaines communes d'accueillir des opérations du fait de l'exonération de TFPB non compensée par l'État, qui induit un manque-à-gagner pour les budgets publics locaux (cette difficulté ayant été levée par les réformes annoncées en 2021, cf. *Encadré 2*, p.12). Il est aussi à noter que la suppression

annoncée en 2021 de l'agrément pour la réalisation de LLI pourrait remettre en cause ces modalités de régulation de la production du logement intermédiaire, en rendant plus complexe pour l'État local et/ou les collectivités le suivi de l'activité privée en la matière.

4.4.2. *Mobilisations et contestations populaires contre la financiarisation du logement aidé*

Au-delà des gouvernements urbains, l'implication d'acteurs financiers peut aussi entraîner des rapports conflictuels avec les populations locales, notamment lorsque des stratégies de gestion locative et patrimoniale reposant sur un entretien minimal et de harcèlement des locataires sont mises en œuvre. À New York, les locataires de logements à loyer contrôlés (*rent-regulated*) rachetés par des fonds d'investissement se sont mobilisés pour contester très directement leurs pratiques de gestion du parc (Fields 2015). Les associations et collectifs ont multiplié et articulé les répertoires de lutte (Teresa 2020). Ils ont notamment élaboré un indicateur recensant les infractions au code du logement, qui a été repris par les autorités locales pour définir une stratégie proactive de lutte contre l'habitat dégradé. Cet indicateur a aussi été utilisé pour faire pression sur le principal établissement de crédit local afin qu'il réexamine ses activités de prêts bénéficiant aux fonds « vautour ». La bataille livrée sur le terrain juridique s'est appuyée sur le cadre réglementaire des politiques de lutte contre la discrimination raciale, mais aussi contre la criminalité organisée. Au final, ces mobilisations ont débouché sur la mise en place de nouveaux services chargés d'auditer les pratiques des propriétaires.

Ailleurs, les locataires de logements sociaux rachetés par des fonds d'investissement ont participé à des mobilisations qui ont dépassé le périmètre du logement aidé. Depuis son entrée sur le marché espagnol en 2013, Blackstone, la plus grosse société de gestion d'actifs immobiliers au monde, est progressivement devenue propriétaire d'un patrimoine important, comportant notamment des logements sociaux dans la région de Madrid. Leurs locataires sont par exemple impliqués, avec d'autres habitant·es, dans les luttes contre les projets d'augmentation de loyers (Martínez et Gil 2022). Pour autant, dans d'autres quartiers comme celui de Carabanchel, leurs velléités de lutte font l'objet de pratiques de démobilitation, sous formes de menaces d'exclusion des listes de logement social, de pressions lors de renégociation des baux, ou plus généralement de l'entretien d'une incertitude permanente sur l'évolution des loyers (Janoschka et al. 2020a).

C'est surtout Berlin qui constitue l'épicentre des mobilisations et contestations les plus vives depuis 2016 (Beveridge et Koch 2021; Kusiak 2021). Dans une ville où plus de 85% des habitant·es sont locataires, l'envolée des loyers a été associée à l'arrivée de fonds d'investissement spéculatifs et des foncières cotées en bourse comme Vonovia ou Deutsche Wohnen. Avec ses 100 000 logements acquis suite à la privatisation des deux plus importantes sociétés municipales de logements sociaux en 1998 et 2003, cette dernière a concentré la critique. En 2016-17, ses locataires, organisés en collectifs par bâtiment ont maillé la ville entière de leur présence avec l'aide d'une association spécialisée, et reçu le soutien des collectifs de locataires d'autres bailleurs privés comme Akelius. Parallèlement, dans le prolongement d'une tradition de mobilisation de locataires, de nouvelles organisations comme Kotti & Co ont enrichi le répertoire d'action en portant le débat sur le terrain législatif à partir de 2015. En 2016, la tenue d'une première campagne pour l'obtention d'un référendum a débouché sur le vote à la hâte d'une première loi portant sur le niveau des

loyers, mais uniquement pour les logements publics. La coalition au pouvoir s'est ainsi efforcée d'apaiser la contestation, sans remettre fondamentalement en cause la présence des grands propriétaires.

À partir de 2018, une nouvelle étape s'ouvre avec le projet de mobiliser l'article 15 de la Constitution allemande de 1949 pour entreprendre l'expropriation des propriétaires possédant plus de 3 000 logements¹²². Intitulée « Deutsche Wohnen & Co. Enteignen » (Exproprier Deutsche Wohnen et consorts), cette proposition concernant 240 000 logements (soit 11% du parc locatif) a été l'objet d'une nouvelle campagne débouchant dans le référendum du 26 septembre 2021. Sans attendre sa tenue, et face à l'ampleur des protestations qui ont gagné la rue, la coalition de centre-gauche au pouvoir (elle-même divisée sur l'expropriation) a adopté en urgence une nouvelle loi, entrée en vigueur en janvier 2020, visant au gel des loyers pour une période de cinq années. Attaquée par des représentants de propriétaires soutenus par des partis de droite dont la CDU, cette loi a finalement été déclarée inconstitutionnelle. Loin d'éteindre la contestation, cette décision semble avoir renforcé la détermination des électeurs qui votent à 56% en faveur de l'expropriation. Toujours aussi divisée sur la question, la nouvelle majorité au pouvoir élue le même jour doit se prononcer. Indépendamment de ce qu'elle décidera, ce vaste mouvement des locataires, qui aura mobilisé les répertoires politiques et législatifs pour recréer un parc social à travers l'expropriation d'acteurs de la finance de marché, est en passe de devenir une référence internationale dans la lutte contre la financiarisation des logements¹²³.

Conclusion

Leilani Farha, citée en introduction de ce *working paper*, considère qu'il est important de « protéger » le logement social français des sociétés de capital-risque et de gestion de biens. Comme en témoignent les exemples internationaux recensés, l'implication de ces acteurs et d'autres investisseurs institutionnels dans le secteur du logement aidé n'est en effet pas sans conséquences. Elle transforme aussi bien les rationalités à l'œuvre dans le secteur que la capacité de ce dernier à mitiger les dynamiques ségrégatives et excluantes de certains marchés immobiliers. Si l'appel de L. Farha peut de prime abord sembler exagéré au vu des protections dont jouit historiquement le secteur Hlm en France, il mérite d'être pris au sérieux face à la recrudescence et à la diversité des dispositifs permettant à ces acteurs de s'impliquer dans le financement et la gestion du logement aidé. L'analyse systématique menée dans la section 1 montre en effet une accumulation de signaux faibles de financiarisation du logement aidé. D'une part, on assiste à une multiplication des fonds permettant de lever des capitaux auprès des institutionnels, depuis

¹²² Comme l'explique Kusiak (2021), l'article 15 de la constitution allemande autorise l'État fédéral à sortir le foncier, les ressources naturelles ou les moyens de production du régime de propriété privé, et à le rendre collectif « aux fins de socialisation ». Introduit pour lutter contre les monopoles économiques alors perçus comme dangereux pour la démocratie, en référence à la collaboration des grandes entreprises industrielles au régime nazi, il n'avait jamais été utilisé.

¹²³ David Madden, « The fight for fair housing is finally shifting power from landlords to residents », *The Guardian*, 3 juillet 2019, [en ligne](#).

Notons qu'en mars 2019, l'agence de notation Moody's a menacé le land de Berlin de dégrader sa notation financière (et donc sa capacité à émettre des obligations à bas coût) si le projet était poursuivi (Kusiak 2021, p. 608) : voir Clark Randall, « Bond-Rating Agencies Have the Power to Destroy Radical Dreams », *The Nation*, 2 octobre 2019, [en ligne](#).

l'expérimentation de CDC Habitat dans le logement intermédiaire en 2014 jusqu'à son application à d'autres types de logements aidés (hébergement d'urgence, médico-social, mais aussi social *via* l'usufruit locatif) et sa diffusion, notamment auprès des filiales d'Action Logement. D'autre part, de plus en plus d'organismes Hlm ont recours à des instruments d'endettement auprès des marchés financiers (refinancement bancaire, fonds de dette, émissions obligataires). Initialement restreints aux marges du logement aidé (intermédiaire, usufruit locatif social), ces instruments gagnent le secteur social au fur et à mesure du durcissement des contraintes financières qui l'affectent. Devant cette abondance de dispositifs, peut-on d'ailleurs encore parler de « signaux faibles » ?

Ce *working paper* caractérise aussi les processus qui ont permis une imbrication croissante entre les acteurs de la finance de marché et le secteur du logement aidé. Si ces acteurs portent un intérêt croissant au logement du fait de mutations socio-démographiques et financières à l'échelle mondiale, nous montrons dans la section 2 que leur implication en France s'explique aussi par les transformations de l'État social, et notamment par l'organisation d'une « crise » du financement du secteur Hlm visant surtout à réduire les dépenses publiques en contexte d'austérité. La section 3 montre que cette transformation n'est pas complètement subie : différents segments de l'État et du « monde Hlm » ont activement contribué à faciliter la mobilisation des capitaux et des acteurs des marchés financiers pour le financement du logement aidé, tout en nourrissant des tensions au sein du secteur. Le développement du « LLI pour investisseurs » est par exemple le résultat d'une construction complexe, articulant une problématisation sur la scène publique (l'enjeu du logement des classes moyennes dans les métropoles), des avantages conçus par les services de l'État (un régime fiscal spécifique) et la création de véhicules d'investissement permettant de concilier les contraintes de la production et de la gestion de logements locatifs aidés avec les attentes en termes de rentabilité et de risque des investisseurs institutionnels (dans laquelle CDC Habitat et sa filiale Ampère Gestion ont été précurseurs). Dans le secteur social, si les tentatives de réformes destinées à autoriser l'implication des acteurs financiers sont portées par le pôle privé – suscitant de vives critiques au sein de l'USH – certains acteurs du pôle public ne sont pas complètement réticents, à l'image de l'intérêt de la fédération des OPH pour les obligations. Comme différents auteurs l'ont déjà noté, la financiarisation n'est ainsi pas le résultat du retrait de l'État, mais plutôt d'un « travail » actif (Chiapello 2017), réalisé en grande partie dans le secteur du logement aidé par des acteurs (para)publics et paritaires cherchant à maintenir leur capacité d'action. En dépit de leur échec et des vives tensions qu'ils ont suscité, les différents projets de réforme dessinent ainsi les contours d'une financiarisation à « petits pas », opérant selon une logique graduelle.

Plus précisément, ce processus est, en France, le résultat de deux trajectoires qui, bien que distinctes, se recoupent partiellement. L'une concerne le logement social *stricto sensu* et s'apparente à une « remise en ordre » du circuit de financement instauré à la fin des années 1990, face à la tension exacerbée entre le maintien d'objectifs de production élevés et la raréfaction des ressources des organismes Hlm liée à une politique d'austérité. Pour l'instant, les fondamentaux de ce circuit sont conservés : l'implication des investisseurs institutionnels se fait à la marge (*via* des obligations et autres instruments de refinancement

bancaire), en sus des prêts de la Banque des territoires et d'aides directes et indirectes préexistantes des acteurs publics. L'autre concerne le logement locatif intermédiaire et consiste en la création d'un circuit de financement nouveau, dans lequel les outils et acteurs des marchés financiers occupent une place centrale. À cette différence dans les trajectoires des circuits de financement s'ajoute une distinction en termes de types d'instruments. Si le financement obligataire concerne tant le secteur social qu'intermédiaire, les fonds d'investissement en capitaux propres portent pour l'instant quasi-exclusivement sur le logement intermédiaire. On sait que ces deux formes présentent des profils de risque différents (Castree et Christophers 2015) et qu'elles répondent en principe à des modalités de pouvoir distinctes, les émissions obligataires ayant un effet disciplinaire par anticipation des critères des agences de notation par les organismes qui ont recours à leur service, alors que les capitaux propres se caractérisent par un interventionnisme plus direct des fonds et sociétés propriétaires des immeubles (Wainwright et Manville 2017). Cependant, malgré l'importance de ces distinctions, ces formes ont pour point commun d'instaurer un « regard d'investisseur » (Chiapello 2017) sur le patrimoine et les modes de faire des organismes Hlm. Ce faisant, l'exploitation des dynamiques marchandes liées à la rente foncière ainsi que la captation des aides publiques directes (subventions) ou indirectes (incitations fiscales notamment) deviennent plus prégnantes, aboutissant *in fine* à extraire les surplus de gestion du secteur intermédiaire et social au profit des acteurs de la finance de marché.

La recomposition de l'État social à travers le logement aidé

De telles évolutions participent plus largement de la recomposition de l'État social. En premier lieu, l'implication des acteurs de la finance de marché contribue progressivement à transformer la politique du logement social, un des piliers de l'État-providence d'après-guerre, en une politique du logement « abordable », rassemblant non seulement le logement social, mais aussi le logement intermédiaire, d'autres produits immobiliers aidés (hébergement d'urgence, médico-social) ainsi que certains produits non aidés, mais loués à des prix inférieurs aux loyers de marché (comme le logement abordable contractualisé développé par CDC Habitat). Si aucun de ces produits situés aux marges du logement social traditionnel ne repose à ce jour exclusivement sur un circuit financiarisé, notre analyse montre néanmoins qu'ils sont désormais tous susceptibles d'attirer des acteurs de la finance de marché. Or, si l'addition de ces différents produits dans la même catégorie de « logements abordables » peut nourrir l'idée de politiques volontaristes de lutte contre la cherté du logement à travers la production de logements jouant un rôle « social », elle ne saurait dissimuler des conditions d'accès et d'occupation très variées. Aussi le développement du vocabulaire de l'abordabilité produit-il un effet de floutage qui a l'intérêt pour ses promoteurs de légitimer la mobilisation de ressources extérieures au secteur, dont celles provenant des marchés financiers. Dit autrement, la financiarisation à petits pas du logement aidé participe du glissement vers l'abordable ; et en retour, la redéfinition des politiques du logement en termes d'abordabilité favorise la financiarisation du logement aidé, dès lors qu'elle légitime la mobilisation de ressources extérieures.

Cette diversification de l'offre de logements aidés, y compris par l'enrôlement des investisseurs institutionnels, constitue le reflet d'une mutation plus profonde des principes qui sous-tendent le fonctionnement du secteur Hlm. Historiquement, il existe une forme de péréquation selon laquelle les surplus de gestion produits par les logements les plus rentables (les PLS par exemple, ou les logements sociaux amortis) sont réinvestis pour combler les déficits causés par les logements les moins rentables et investir dans l'entretien et le développement du parc. La consolidation d'un secteur du logement intermédiaire plus indépendant du reste des logements aidés et soumis à la nécessité de rémunérer les investisseurs institutionnels qui le financent est doublement en rupture avec ce fonctionnement : non seulement les surplus de gestion sont en partie utilisés pour la rémunération des capitaux financiers, mais leur réinvestissement se fait aussi quasi-exclusivement au profit de nouveaux logements intermédiaires. C'est toute une conception de la solidarité, fondée sur la non-rémunération de l'aide publique et la péréquation à l'échelle des comptes des organismes Hlm, qui se trouve ainsi remise en cause¹²⁴.

Mais l'abordabilité, à travers laquelle la financiarisation gagne le logement aidé en France, a aussi pour effet de modifier le sens de ce que produit l'aide publique dans le logement. Elle encourage en effet à penser l'effet de cette aide comme une réduction du niveau de loyer *par rapport aux loyers de marché*. Cette dimension est présente dans la communication effectuée autour du LLI mais aussi autour de produits comme le logement abordable contractualisé proposé par CDC Habitat, souvent présentés comme étant « X % moins cher » que les niveaux de marché. Ceci entre en décalage avec les loyers des logements aidés traditionnellement conçus *en lien avec leur coût de production*. Cela avait pour effet de les rendre plus indépendants des dynamiques de marché, et notamment des hausses de loyers dans le secteur locatif privé. Cette évolution va dans le sens des investisseurs institutionnels, qui ne cherchent pas seulement à ce que l'exploitation des logements aidés couvre leur coût de production, mais aussi à ce qu'elle leur permette de réaliser des bénéfices en profitant autant que possible des évolutions des marchés immobiliers (par le jeu des hausses de loyers et des plus-values). Ainsi, l'action publique dans le secteur du logement est réorientée au travers de cette évolution : plutôt que de sortir des logements de la régulation marchande, il s'agit dorénavant d'adopter une stratégie correctrice, ne remettant pas structurellement en cause les inégalités sociales d'accès au logement et les inégalités patrimoniales qui en découlent.

En second lieu, se pose la question du sens de la financiarisation du logement aidé par rapport au régime d'*asset-based welfare*, c'est-à-dire à un système de prévoyance reposant sur la capacité des individus à assurer leur protection sociale, grâce à la valeur de leur patrimoine, et en particulier à travers l'immobilier et généralement par l'endettement. L'implication des investisseurs institutionnels dans le secteur du logement répond-elle à certaines des contradictions de ce régime, ou bien vise-t-elle à le remplacer ? Il est trop tôt pour apporter une réponse définitive à cette question en France, mais notre travail permet de formuler deux hypothèses. D'un côté, on peut interpréter le retour des investisseurs institutionnels au sein des marchés du logement comme un accroissement de la concurrence entre ces derniers et les ménages

¹²⁴ Le développement du LLI n'empêche pas d'autres formes de péréquation. À l'échelle des opérations, des péréquations entre LLI et d'autres produits immobiliers restent possibles. Lorsque des LLI sont directement produits par des organismes Hlm, les ressources issues de leur gestion peuvent aussi être utilisées pour produire ou entretenir d'autres types de logements.

dans la capture des opportunités d'investissement immobilier. On l'observe par exemple dans le conflit pour les ressources de l'État entre les partisans de l'incitation fiscale à l'investissement locatif des ménages (tels que le dispositif Pinel) et ceux de l'aide aux investisseurs institutionnels (cf. section 4.3.2.1). Ce seraient là les prémices d'une évolution vers un *welfare* financiarisé, les acteurs des marchés financiers étant amenés à jouer un rôle croissant dans la prise en charge du « social ». La nature précise de cette évolution serait à établir, car les capitaux des investisseurs institutionnels sont aussi en grande partie issus du patrimoine des ménages (*via* l'assurance-vie, les fonds de pension, etc.) : on assisterait alors plutôt à une réintermédiation de l'*asset-based welfare*. En confiant le patrimoine locatif actuellement détenu par des ménages à des acteurs institutionnels, ses promoteurs espèrent ainsi passer outre certaines des limites causées par la fragmentation du patrimoine des ménages dans le cadre de ce régime¹²⁵.

De l'autre côté, on peut aussi interpréter le développement du logement locatif intermédiaire en France comme en continuité avec l'*asset-based welfare*. Les logements financés par les investisseurs institutionnels (LLI en particulier), permettent de loger, à court terme, des ménages privés de la possibilité d'acquérir leur résidence principale non seulement du fait de la hausse des prix immobiliers, mais aussi de la mobilité professionnelle correspondant au paradigme de la flexibilité du travail. Ces logements résolvent ainsi une contradiction importante de l'*asset-based welfare*, entre l'ancrage en apparence indépassable du capital immobilier utilisé pour se protéger des aléas et l'accroissement de la mobilité professionnelle. De plus parce que les LLI sont cessibles à leurs occupants au bout d'une dizaine d'années, ils ne s'opposent *a priori* pas au processus de patrimonialisation des ménages : ils leur permettent de se loger à court terme puis, en principe, d'accéder à la propriété à plus long terme, que ce soit d'ailleurs pour occuper eux-mêmes le logement ou pour le louer à d'autres. Dès lors, les LLI peuvent être présentés par leurs promoteurs comme un « produit d'entrée » pour les ménages qui, du fait de leurs revenus, de la localisation de leur emploi et/ou des prix immobiliers, n'auraient sinon pas pu participer à l'*asset-based welfare*. Il est néanmoins permis de douter d'un tel scénario tant les conditions politico-économiques de sa réalisation sont fragiles : les incertitudes sur l'évolution à moyen terme des taux d'intérêt, ainsi que les attentes de plus-value à la revente des LLI par les investisseurs (qu'une loi très peu restrictive ne saura contenir) ne portent guère à l'optimisme.

Un processus de financiarisation, trois scénarii

Les éléments développés dans ce *working paper* permettent enfin de réfléchir aux perspectives associées au processus de financiarisation du logement aidé en France. D'un point de vue schématique et prospectif, trois principaux scénarios se dégagent, formant un gradient. Une première possibilité est que cette financiarisation émergente soit essentiellement *conjoncturelle*. Les recherches en cours sur le retour des investisseurs institutionnels dans le logement locatif montrent que celui-ci est fortement conditionné par la

¹²⁵ Par exemple en matière de rénovation énergétique des logements, qu'il serait plus facile, selon les défenseurs de l'implication des investisseurs institutionnels dans les marchés du logement, de faire mettre en œuvre par ces derniers que par des ménages (voir notamment : Dominique Estrosi-Sassone, *Faire revenir les investisseurs institutionnels sur le marché locatif résidentiel : quelles perspectives ?*, rapport d'information fait au nom de la commission des affaires économiques du Sénat, 19 décembre 2017).

baisse des taux des produits mobiliers (obligations) et immobiliers concurrents (bureaux, centre commerciaux), amorcée depuis quelques années et accélérée par la pandémie de Covid-19 (Guironnet, Bono, et Kireche 2022). Parce qu'il offre une rentabilité comparable à ces actifs, un risque locatif perçu comme moins élevé, et qu'il s'inscrit par ailleurs dans un discours sur les investissements socialement responsables, le logement connaît une vague d'investissements institutionnels depuis 2015. Or cette rentabilité est largement tributaire de politiques macroéconomiques, elles-mêmes soumises à des aléas multiples. De sorte que même s'il existe des facteurs structurels qui favorisent cette dynamique (offre de capitaux d'une part, contrainte sur les budgets publics d'autre part, auxquels il faut ajouter les difficultés des ménages à se loger dans les métropoles), rien ne présage que cet engouement des acteurs de marché pour le logement en général, et dans le secteur aidé en particulier, soit durable¹²⁶. D'autant qu'il reste encore certains freins réglementaires, à l'image de l'encadrement des dividendes qui limite la capacité de rémunération des actionnaires des fonds dans le secteur social.

Un deuxième scénario s'inscrit plutôt dans la continuité des évolutions engagées jusqu'à maintenant, et consisterait en la *stabilisation d'un financement hybride* du logement aidé, partiellement abondé par les acteurs des marchés financiers. Dans ce cadre, perdurerait une différenciation croissante des logements aidés passant par la multiplication de produits distinguant les ménages selon leur solvabilité. Cette logique pourrait aboutir à une séparation entre un pôle financiarisé et un autre au sein duquel les acteurs des marchés financiers ne s'impliqueraient pas, du fait de leur incapacité à en tirer un niveau suffisant de rentabilité et/ou de maîtrise du risque. Le premier pôle, à la vocation plutôt universaliste, serait destiné aux classes moyennes et aux classes populaires solvabilisées par l'aide au logement dans les marchés « tendus » ; tandis que le second, à la vocation plutôt résiduelle, serait réservé aux ménages les plus modestes et aux marchés « détendus ». Cette distinction ne correspondrait pas nécessairement à la séparation actuelle entre logement intermédiaire et logement social, certains logements sociaux pouvant être amenés à faire partie du pôle financiarisé. En détachant toujours plus les deux pôles, elle gripperait graduellement la mise en œuvre des principes qui sont au cœur du fonctionnement du système d'aide au logement actuel. D'une part, en l'absence d'un réengagement financier de l'État peu probable en contexte d'austérité, le pôle non financiarisé pourrait connaître des difficultés pour assurer l'entretien et le développement de son parc de logements, dans la mesure où il ne rassemblerait plus que les logements produisant le moins d'excédents d'exploitation. D'autre part, au sein du pôle financiarisé, la priorité accordée dans la gestion du parc à la rémunération des investisseurs institutionnels pourrait encourager des hausses régulières de loyer et la vente à moyen terme de logements à des prix proches du marché, mettant en question le caractère durablement « social » ou « intermédiaire » de ce parc. Les bénéfices réalisés au travers de telles stratégies ne seraient par ailleurs pas nécessairement réinvestis dans l'entretien et la production de nouveaux logements aidés, les investisseurs institutionnels pouvant choisir d'investir leurs capitaux dans d'autres types d'actifs.

¹²⁶ Il est à noter que le retrait du marché résidentiel des investisseurs institutionnels elle-même pourrait être à l'origine de tensions. La « vente à la découpe » du patrimoine d'investisseurs institutionnels en France dans les années 1980-1990 a par exemple suscité des inquiétudes quant au devenir des copropriétés créées et des conflits liés à l'évolution probable des loyers (Nappi-Choulet 2012).

Enfin, une troisième trajectoire aboutirait à la *substitution* des acteurs du logement social par des investisseurs institutionnels, que ce soit à travers la poursuite sur le long terme d'une trajectoire « à petits pas », ou par le biais d'une réforme plus soudaine. Dans ce cas, le LLI serait un « ballon d'essai » avant le rachat de l'essentiel du parc Hlm par des investisseurs institutionnels, et les dispositifs expérimentés aujourd'hui dans le logement social, comme le financement obligataire, l'une des étapes transitoires. Ce scénario du « grand Monopoly », explicitement craint par certains observateurs¹²⁷, serait assez proche de ce qui s'est déroulé dans les années 1990 et 2000 en Allemagne, mais exigerait des évolutions réglementaires importantes, les logements créés par les organismes Hlm restant sociaux durablement. Elle ferait aussi probablement l'objet d'importantes résistances.

¹²⁷ Patrice Lanco, « Logement social : vers le grand Monopoly », *Libération*, 11 juin 2018, [en ligne](#).

Bibliographie

- Aalbers, Manuel B. 2012. *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*. Chichester, West Sussex; Malden, MA : Wiley-Blackwell.
- . 2018. « Financial geography II: Financial geographies of housing and real estate » . *Progress in Human Geography* 43 (2) : 376-87.
- Adisson, Félix. 2020. « La vente de l'immobilier public italien par des fonds d'investissement. Des politiques d'austérité à la financiarisation de l'État » . *Métropolitiques*, octobre. <https://metropolitiques.eu/La-vente-de-l-immobilier-public-italien-par-des-fonds-d-investissement.html>.
- ANCOLS. 2020. « Rapport public annuel de contrôle de l'ANCOLS 2019 » . ANCOLS.
- August, Martine, et Alan Walks. 2018. « Gentrification, suburban decline, and the financialization of multi-family rental housing: The case of Toronto » . *Geoforum* 89 : 124-36.
- Banque des Territoires. 2021. « Perspectives. L'étude sur le logement social » . Paris : Banque des Territoires.
- Belotti, Emanuele. 2021. « The invisible hand of the shareholding state: the financialization of Italian real-estate investment funds for social housing » . *Housing Studies*, juin, 1-24.
- Belotti, Emanuele, et Sonia Arbaci. 2021. « From right to good, and to asset: The state-led financialisation of the social rented housing in Italy » . *Environment and Planning C: Politics and Space* 39 (2) : 414-33.
- Bernt, Matthias. 2009. « Partnerships for Demolition: The Governance of Urban Renewal in East Germany's Shrinking Cities » . *International Journal of Urban and Regional Research* 33 (3) : 754-69.
- Bernt, Matthias, Laura Colini, et Daniel Förste. 2017. « Privatization, Financialization and State Restructuring in Eastern Germany: The case of Am südpark » . *International Journal of Urban and Regional Research* 41 (4) : 555-71.
- Beswick, Joe, Georgia Alexandri, Michael Byrne, Sònia Vives-Miró, Desiree Fields, Stuart Hodkinson, et Michael Janoschka. 2016. « Speculating on London's housing future: The rise of global corporate landlords in 'post-crisis' urban landscapes » . *City* 20 (2) : 321-41.
- Beswick, Joe, et Joe Penny. 2018. « Demolishing the Present to Sell off the Future? The Emergence of 'Financialized Municipal Entrepreneurialism' in London » . *International Journal of Urban and Regional Research* 42 (4) : 612-32.
- Beveridge, Ross, et Philippe Koch. 2021. « Contesting austerity, de-centring the state: Anti-politics and the political horizon of the urban » . *Environment and Planning C: Politics and Space* 39 (3) : 451-68.
- Bigger, Patrick, et Nate Millington. 2020. « Getting soaked? Climate crisis, adaptation finance, and racialized austerity » . *Environment and Planning E: Nature and Space* 3 (3) : 601-23.
- Bigorgne, Marie. 2017. « La financiarisation du logement locatif intermédiaire. La construction d'un marché à destination d'investisseurs institutionnels » . Mémoire de Master 2 Urbanisme et aménagement, Marne-la-Vallée, France : École d'urbanisme de Paris.
- Bigorgne, Marie, et Thibault Le Corre. 2021. « Une tentative de financiarisation du logement en France. Le Fonds de logement intermédiaire de la CDC » . *Métropolitiques*. <https://metropolitiques.eu/Une-tentative-de-financiarisation-du-logement-en-France.html>.
- Caresche, Christophe, et Michel Piron. 2013. « Rapport d'information en conclusion des travaux de la Mission d'évaluation et de contrôle sur « l'optimisation des aides à la construction de logements sociaux en fonction des besoins » . Paris : Assemblée nationale.
- Caselli, Davide, et Federica Rucco. 2018. « La finanziarizzazione del welfare: Social impact investing, fondazioni filantropiche e nuove frontiere di accumulazione capitalistica » . *Quaderni di Sociologia*, n° 76 (avril) : 57-80.
- Castree, Noel, et Brett Christophers. 2015. « Banking Spatially on the Future: Capital Switching, Infrastructure, and the Ecological Fix » . *Annals of the Association of American Geographers* 105 (2) : 378-86.
- Chaudet, Béatrice, et François Madoré. 2017. « Intégration spatiale des résidences avec services seniors en France : stratégies d'implantation et de diffusion: » *L'Espace géographique* Tome 46 (1) : 41-60.

- Chiapello, Eve. 2017. « La financiarisation des politiques publiques » . *Mondes en développement* 178 (2) : 23-40.
- Clerval, Anne. 2013. *Paris sans le peuple. La gentrification de la capitale*. Paris : La Découverte.
- Cochrane, Alan, Jamie Peck, et Adam Tickell. 1996. « Manchester Plays Games: Exploring the Local Politics of Globalisation » . *Urban Studies* 33 (8) : 1319-36.
- Crouch, Colin. 2009. « Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime » . *The British Journal of Politics & International Relations* 11 (3) : 382-99.
- Daniel, Brice. 2018. « Le procès européen fait au logement social: Le droit européen et la faillibilité du logement social en France, aux Pays-Bas et en Suède » . *Actes de la recherche en sciences sociales* 221-222 (1) : 64.
- Driant, Jean-Claude. 2011. « Les mutations en sourdine du financement du logement social » . *Regards croisés sur l'économie* 1 (9) : 187-97.
- . 2019. « Loi Élan : rupture ou simple accélérateur de la transformation du modèle français du logement social ? » : *Grief* N° 6/2 (2) : 31-43.
- Driant, Jean-Claude, et Pierre Madec. 2018. *Les crises du logement*. La vie des idées. PUF.
- Droste, C., et T. Knorr-Siedow. 2010. « Allemagne : la peau de chagrin » . Dans *Le logement social en Europe au début du XXIème siècle*. Sous la direction de C. Lévy-Vroelant et C. Tutin. Rennes : Presses universitaires de Rennes.
- Drozd, Martine, Antoine Guironnet, et Ludovic Halbert. 2020. « Les villes à l'ère de la financiarisation » . *Métropolitiques*, octobre. <https://metropolitiques.eu/Les-villes-a-l-ere-de-la-financiarisation.html>.
- Duros, Marine. 2019. « L'édifice de la valeur. Pratiques de valorisation dans le secteur de l'immobilier financiarisé » . *Revue Française de Socio-Économie* 23 (2) : 35-57.
- Ferlazzo, Edoardo. 2020. « Critique de la raison financiarisée. L'Agence France Locale et le financement des collectivités locales » . *Métropolitiques*, novembre. <https://metropolitiques.eu/Critique-de-la-raison-financiarisee-L-Agence-France-Locale-et-le-financement.html>.
- Fields, Desiree. 2015. « Contesting the Financialization of Urban Space: Community Organizations and the Struggle to Preserve Affordable Rental Housing in New York City » . *Journal of Urban Affairs* 37 (2) : 144-65.
- . 2017. « Unwilling Subjects of Financialization » . *International Journal of Urban and Regional Research* 41 (4) : 588-603.
- . 2018. « Constructing a New Asset Class: Property-led Financial Accumulation after the Crisis » . *Economic Geography* 94 (2) : 118-40.
- Fields, Desiree, et Sabina Uffer. 2016a. « The financialisation of rental housing: A comparative analysis of New York City and Berlin » . *Urban Studies* 53 (7) : 1486-1502.
- Forrest, Ray, et Yosuke Hirayama. 2015. « The financialisation of the social project: Embedded liberalism, neoliberalism and home ownership » . *Urban Studies* 52 (2) : 233-44.
- Fréteigny, Raphaël. 2015. *Financer la cité. La Caisse des dépôts et les politiques de développement urbain en France*. Doctorat de Science Politique, Lyon : Université de Lyon.
- Gabor, Daniela. 2021. « The Wall Street Consensus » . *Development and Change* 52 (3) : 429-59.
- García-Lamarca, Melissa, et Sara Ullström. 2020. « « Everyone wants this market to grow »: The affective post-politics of municipal green bonds » . *Environment and Planning E: Nature and Space*, novembre. <https://doi.org/10.1177/2514848620973708>.
- Gimat, Matthieu. 2017. *Produire le logement social. Hausse de la construction, changements institutionnels et mutations de l'intervention publique en faveur des HLM (2004-2014)*. Thèse de doctorat en Géographie et Aménagement de l'espace, urbanisme, Paris : Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- Gimat, Matthieu, et Ludovic Halbert. 2018. « Le logement social contraint à la rentabilité » . *Métropolitiques*, 12 juillet. <https://www.metropolitiques.eu/Le-logement-social-contraint-a-la-rentabilite.html>.
- Gimat, Matthieu, et Bruno Marot. 2020. « Etat des connaissances sur la vente de logements sociaux en Europe (Allemagne, France, Pays-Bas et Royaume-Uni) » . Paris : Union sociale pour l'habitat & Institut

- pour la recherche de la CDC.
- Grossmann, Katrin, Nadja Kabisch, et Sigrun Kabisch. 2017. « Understanding the social development of a post-socialist large housing estate: The case of Leipzig-Grünau in eastern Germany in long-term perspective » . *European Urban and Regional Studies* 24 (2) : 142-61.
- Guironnet, Antoine. 2017. *La financiarisation du capitalisme urbain. Marchés immobiliers tertiaires et politiques de développement urbain dans le Grand Paris et le Grand Lyon, les projets des Docks de Saint-Ouen et du Carré de Soie* . Thèse de doctorat en Aménagement de l'espace, urbanisme, Marne-la-Vallée, France : Université Paris-Est.
- Guironnet, Antoine, Pierre-Henri Bono, et Nordine Kireche. 2022. « The financialisation of housing beyond global corporate landlordism? Institutional investment into the Paris city-region (2008-2021) » , *Global Conference of Economic Geography*. Dublin.
- Guironnet, Antoine, et Ludovic Halbert. 2014. « The financialization of Urban Development Projects: Concepts, processes, and implications » . *Document de travail du LATTIS - Working Paper*, n° 14-04 : 44. <https://hal-enpc.archives-ouvertes.fr/hal-01097192>.
- . 2018. « Produire la ville pour les marchés financiers » . *Espaces et sociétés* 3 (174) : 17-34.
- Hackworth, Jason. 2002. « Local autonomy, bond-rating agencies and neoliberal urbanism in the United States » . *International Journal of Urban and Regional Research* 26 (4) : 707-25.
- Halbert, Ludovic, Félix Adisson, Martine Drozd, Vincent Lasserre-Bigory, et Françoise Navarre. 2021. « L'investissement public local face au resserrement de la contrainte budgétaire : une approche par la diversité des configurations budgétaires du bloc local (2010-2018) » . Rapport final remis à la Caisse des dépôts et consignations.
- Halbert, Ludovic, Elisabeth Decoster, Katia Attuyer, Isabelle Baraud-Serfaty, Pierre Bouché, Antoine Guironnet, et Rémi Yver. 2013. « FIDELE. Financement Durable Et Livret d'Épargne » . Rapport final pour la Direction du Fonds d'Épargne et l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations en réponse à l'appel à recherche intitulé « Utilité socio-économique des financements sur fonds d'épargne » . Latts & ibicity.
- Halbert, Ludovic, et Hortense Rouanet. 2014. « Filtering Risk Away: Global Finance Capital, Transcalar Territorial Networks and the (Un)Making of City-Regions: An Analysis of Business Property Development in Bangalore, India » . *Regional Studies* 48 (3) : 471-84.
- Harloe, Michael. 1995. *The People's Home: Social Rented Housing in Europe and America*. John Wiley & Sons.
- Hendrikse, Reijer P., et James D. Sidaway. 2014. « Financial wizardry and the Golden City: tracking the financial crisis through Pforzheim, Germany » . *Transactions of the Institute of British Geographers* 39 (2) : 195-208.
- Hilbrandt, Hanna, et Monika Grubbauer. 2020. « Standards and SSOs in the contested widening and deepening of financial markets: The arrival of Green Municipal Bonds in Mexico City » . *Environment and Planning A: Economy and Space* 52 (7) : 1415-33.
- Horton, Amy. 2021. « Liquid home? Financialisation of the built environment in the UK's 'hotel-style' care homes » . *Transactions of the Institute of British Geographers* 46 (1) : 179-92.
- Janoschka, Michael, Georgia Alexandri, Hernán Orozco Ramos, et Sonia Vives-Miró. 2020a. « Tracing the socio-spatial logics of transnational landlords' real estate investment: Blackstone in Madrid » . *European Urban and Regional Studies* 27 (2) : 125-41.
- . 2020b. « Tracing the socio-spatial logics of transnational landlords' real estate investment: Blackstone in Madrid » . *European Urban and Regional Studies* 27 (2) : 125-41.
- Joinet, Hélène, et Philippe Pauquet. 2020. « Le logement locatif intermédiaire dans la Métropole du Grand Paris. Constats, perspectives, préconisations » . Institut Paris Region & Métropole du Grand Paris. <https://www.institutparisregion.fr/nos-travaux/publications/le-logement-locatif-intermediaire-dans-la-metropole-du-grand-paris/> .
- Kitzmann, Robert. 2017. « Private versus state-owned housing in Berlin: Changing provision of low-income

- households » . *Cities* 61 : 1-8.
- Kusiak, Joanna. 2021. « Trespassing on the Law: Critical legal engineering as a strategy for action research » . *Area* 53 (4) : 603-10.
- Lagna, Andrea. 2015. « Derivatives and the financialisation of the Italian state » . *New Political Economy*, 1-20.
- Lemoine, Benjamin. 2011. *Les valeurs de la dette. L'État à l'épreuve de la dette publique*. Thèse de doctorat en Socio-économie de l'innovation, Paris : École nationale supérieure des mines.
- . 2016. *L'ordre de la dette: les infortunes de l'État et la prospérité du marché*. Paris : La Découverte.
- Lescure, Michel. 1982. *Les banques, l'Etat et le marché immobilier en France à l'époque contemporaine, 1820-1940*. Recherches d'histoire et de sciences sociales. Paris : Ecole des Hautes Études en Sciences Sociales.
- Martínez, Miguel A., et Javier Gil. 2022. « Grassroots struggles challenging housing financialization in Spain » . *Housing Studies*, février, 1-21.
- Mendoza, Salomon. 2021. *De l'usage à la rente: l'essor des résidences services seniors comme nouvel avatar de la financiarisation urbaine ?* Mémoire de Master 2 Stratégies et Gouvernances Métropolitaines, Sciences Po Bordeaux.
- MILOS. 2010. « Rapport public 2009 » . Paris : Mission interministérielle d'inspection du logement social.
- Mondain, Marie. 2021. *Les organismes Hlm à l'épreuve de la décroissance urbaine*. Thèse de doctorat en Aménagement de l'espace, urbanisme, Paris : Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- Murie, Alan. 2018. « Shrinking the state in housing: challenges, transitions and ambiguities » . *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society* 11 (3) : 485-501.
- Nappi-Choulet, Ingrid. 2012. « Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier » . *Esprit* Janvier (1) : 84-95.
- Omstedt, Mikael. 2020. « Reading risk: The practices, limits and politics of municipal bond rating » . *Environment and Planning A: Economy and Space* 52 (3) : 611-31.
- Panitch, Leo, et Martijn Konings, dir. 2008. *American Empire and the Political Economy of Global Finance*. New York, NY : Palgrave MacMillan.
- Paul, Frédéric. 2020. *HLM, mon amour: un combat pour la solidarité*. Bibliothèque des territoires. La Tour d'Aigues : Éditions de l'Aube.
- Peythieu, Jean. 1991. *Le financement de la construction de logements*. Paris.
- Pierson, Paul. 1995. *Dismantling the Welfare State?: Reagan, Thatcher and the Politics of Retrenchment*. Cambridge : Cambridge Studies in Comparative Politics.
- . 2002. « Coping With Permanent Austerity: Welfare State Restructuring in Affluent Democracies » . *Revue française de sociologie*, n° 43 : 369-406.
- Piketty, Thomas. 2013. *Le capital au XXIe siècle*. Les livres du nouveau monde. Paris : Éditions du Seuil.
- Pollard, Julie. 2018. *L'État, le promoteur et le maire*. Paris : Presses de Sciences Po.
- Regan, S., et W. Paxton. 2001. *Asset-Based Welfare: International Experiences*. Londres : IPPR.
- Revington, Nick, et Martine August. 2020. « Making a market for itself: The emergent financialization of student housing in Canada » . *Environment and Planning A: Economy and Space* 52 (2) : 856-77.
- Rosenman, Emily. 2018. « Capital and conscience: poverty management and the financialization of good intentions in the San Francisco Bay Area » . *Urban Geography* 40 (8) : 1124-47.
- Santilli, Virginia. 2020. *Mises en crise et (re)mises en ordre des circuits de financement du logement social en France et en Italie*. Thèse de doctorat en Sociologie, École des hautes études en sciences sociales.
- Sheppard, E. 2010. « Problème public » . Dans *Dictionnaire des politiques publiques*. Sous la direction de L. Boussaguet, S. Jacquot, et P. Ravinet, Presses de Sciences Po, 530-38. Paris.
- Smyth, Stewart, Ian Cole, et Desiree Fields. 2020. « From gatekeepers to gateway constructors: Credit rating agencies and the financialisation of housing associations » . *Critical Perspectives on Accounting* 71 : 102093. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102093>.
- Steinmetz, Hélène. 2015. « Les politiques du logement en Europe : comparaisons » . *Cahiers français*, n° 388 : 8-14.

- Streeck, Wolfgang. 2014. « The Politics of Public Debt: Neoliberalism, Capitalist Development and the Restructuring of the State » . *German Economic Review* 15 (1) : 143-65.
- Tang, Connie P. Y., Michael Oxley, et Daniel Mekic. 2017. « Meeting commercial and social goals: institutional investment in the housing association sector » . *Housing Studies* 32 (4) : 411-27.
- Teresa, Benjamin F. 2019. « New dynamics of rent gap formation in New York City rent-regulated housing: privatization, financialization, and uneven development » . *Urban Geography*, 1-23.
- . 2020. « Lutter contre la financiarisation du logement à New York, la mobilisation des locataires du parc privé » . *Métropolitiques*. <https://metropolitiques.eu/Lutter-contre-la-financiarisation-du-logement-a-New-York.html>.
- Topalov, Christian. 1987. *Le logement en France : histoire d'une marchandise impossible*. Paris, France : Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.
- Tordjman, Hélène. 2021. *La croissance verte contre la nature. Critique de l'écologie marchande*. Paris : La Découverte.
- Torgersen, Ulf. 1987. « Housing: the Wobbly Pillar Under the Welfare State » . *Scandinavian Housing and Planning Research* 4 (1) : 116-26.
- Uffer, Sabina. 2011. « The Uneven Development of Berlin's Housing Provision » . Doctorat en Philosophie, Londres : Departement of Geography and Environment, London School of Economics and Political Science.
- USH. 2019. « Les Hlm en chiffres » . Paris : Rapport remis au 80^e congrès Hlm.
- Wainwright, Thomas, et Graham Manville. 2017. « Financialization and the third sector: Innovation in social housing bond markets » . *Environment and Planning A* 49 (4) : 819-38.
- Weber, Rachel. 2015. *From Boom to Bubble. How Finance Built The New Chicago*. Chicago, MI : University of Chicago Press.
- Wendling, Claude, Hadrien Haddak, Julien Chartier, Vivien Guérin, Catherine Aubey-Berthelot, et Alain Weber. 2019. « La diversification des sources de financement du secteur du logement locatif social » . 012728-P. Inspection générale des finances, Conseil général de l'environnement et du développement durable. <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/la-diversification-des-sources-de-financement-du-a2805.html>.
- Wijburg, Gertjan, et Manuel B. Aalbers. 2017. « The alternative financialization of the German housing market » . *Housing Studies* 32 (7) : 968-89.
- Wijburg, Gertjan, Manuel B. Aalbers, et Susanne Heeg. 2018. « The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation » . *Antipode* 50 (4) : 1098-1119.
- Yché, André. 2011. *Logement, habitat & cohésion sociale: au-delà de la crise, quelle société voulons-nous pour demain?* Bordeaux : Mollat.
- Zhang, Beibei. 2020. « Social policies, financial markets and the multi-scalar governance of affordable housing in Toronto » . *Urban Studies* 57 (13) : 2628-45.