

L'édifice de la valeur

Sociologie de la financiarisation de l'immobilier en France (fin des années 1980-2019)

Dr. Marine Duros

Exposé introductif de soutenance au Centre Maurice Halbwachs, le 16 mars 2022
Thèse dirigée par Florence Weber
marine.duros@ehess.fr

Monsieur le Président,
Madame et Monsieur les rapporteur·es,
Mesdames et Messieurs les membres du jury,

J'ai l'honneur de vous présenter aujourd'hui les résultats de ma thèse intitulée « L'édifice de la valeur. Sociologie de la financiarisation de l'immobilier en France, de la fin des années 1980 à 2019 ». Avant toute chose, je tiens à vous remercier d'avoir accepté de lire et de discuter ce travail et je suis très enthousiaste d'avoir l'opportunité d'échanger avec vous à l'occasion de cette soutenance. Je tiens également à remercier ma directrice de thèse pour son accompagnement, ainsi que mes ami·es et mes proches dont je me réjouis de la présence aujourd'hui.

Dans cette présentation, je reviendrai d'abord sur la manière dont j'ai construit la problématique de cette recherche, en explicitant mes choix méthodologiques pour y répondre. J'évoquerai ensuite les principaux résultats et apports de cette thèse, avant d'ouvrir quelques pistes de prolongements possibles.

Construction de la problématique et démarche d'enquête

À l'origine de cette recherche, il y a d'abord mon intérêt pour les dynamiques socio-économiques à l'œuvre dans les grandes métropoles. Durant mon parcours universitaire, je me suis intéressée à ces problématiques au sein d'un master à l'École d'économie de Paris en 2012-2014 au cours duquel j'ai produit un mémoire quantifiant l'effet des ouvertures de nouvelles stations de métro en petite couronne parisienne sur les prix de l'immobilier et la composition sociale de ces quartiers¹. En parallèle de ce master, j'ai suivi des cours en sociologie, notamment le séminaire d'ethnographie économique dispensé par Florence Weber et Agnès Gramain à l'École normale supérieure, qui m'a encouragée à appliquer les outils de l'ethnographie à l'analyse des phénomènes dits « économiques ».

¹ Les principaux résultats de ce mémoire ont fait l'objet d'une publication en janvier 2019 dans un *Théma Analyse* du Commissariat général du développement durable (CGDD), intitulé « Analyse économétrique de l'effet des infrastructures de transport sur les prix de l'immobilier et les revenus des ménages ». Il est disponible à cette adresse : <https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/sites/default/files/2019-03/thema-04-Analyse%20%C3%A9conom%C3%A9trique%20de%20l%27effet%20des%20infrastructures%20de%20transport-mars2019.pdf>

En 2015-2016, période d'élaboration de mon projet de thèse, alors que j'étais assistante de français dans un lycée à Rome, j'ai rencontré des collectifs qui luttent pour le droit à la ville. Ces derniers ont alimenté mes questionnements sur la propriété immobilière, les inégalités socio-économiques qu'elle produit et la pression foncière à l'œuvre dans les métropoles. C'est durant cette même année que j'ai découvert les travaux en géographie critique sur la « financiarisation urbaine » – notamment ceux de Manuel Aalbers ou de Ludovic Halbert – qui renvoient à la place croissante prise par les acteurs financiers, leurs logiques et leurs instruments dans la fabrique de la ville. En effet, depuis les années 1990, l'immobilier des grandes métropoles mondiales – principalement les bureaux, les commerces, les entrepôts logistiques et les hôtels – font l'objet d'investissements massifs par des fonds d'investissement et investisseurs institutionnels, pour atteindre autour de 4000 milliards d'euros en 2019 à l'échelle mondiale, dont 500 milliards d'euros en France. Ce monde de la finance immobilière qui m'était largement méconnu m'a intriguée : j'ai alors voulu comprendre, dans le cadre d'une thèse de doctorat, qui étaient ces grands investisseurs, leurs pratiques ainsi que la traduction concrète de l'arrivée de ces masses monétaires dans les villes.

Ainsi, la problématique de cette thèse a cherché à saisir les ressorts sociaux du processus de financiarisation de l'immobilier en France, entendue comme le processus de conversion de l'immobilier en actif financier liquide et rentable pour les investisseurs, par une analyse de la manière dont la valeur immobilière est produite et représentée par les acteurs du champ.

Ce parti-pris de saisir la financiarisation, en articulation avec la construction sociale de la valeur, s'est élaborée au fur et à mesure de mon enquête empirique. Dans mon projet de thèse initial, j'avais pour objectif d'appréhender ce processus en plaçant la focale sur des territoires où se déployaient massivement ces investissements : à savoir les nouveaux quartiers de bureaux en petite couronne parisienne – entre autres à Aubervilliers et Saint-Denis – où des grandes entreprises tertiaires déplacent leur siège à partir des années 2000, se faisant ainsi locataires de ces grands investisseurs immobiliers. J'effectue alors des entretiens exploratoires avec des directions immobilières de grandes entreprises, des maires et des cabinets internationaux de conseil en immobilier, intermédiaires essentiels de ce marché de l'immobilier financiarisé.

C'est alors que j'obtiens l'opportunité d'entrer dans l'un de ces cabinets dominants sur le marché, renommé Valimmo, qui me propose d'exploiter ses données sur le marché de l'immobilier d'entreprise pour ma recherche. L'entrée dans le service des études de ce cabinet constitue alors une étape décisive dans la reformulation de ma problématique de recherche : l'image que je me faisais d'un marché immobilier financiarisé « mature », « lisible », « attractif », tel que le laissaient paraître la pléthore d'études de marché produites par ces grands cabinets, se craquelait progressivement. Je découvrais que la construction de ces indicateurs de marché dont j'étais peu familière (valeur locative de marché, taux prime, demande placée, etc.) était loin d'être neutre : elle supposait un intense travail de classification, de quantification, de formes de bricolages qui s'intégrait dans des rapports de pouvoir et une hiérarchie d'entreprises spécifique.

Par ailleurs, dans ce cabinet dominant sur le marché de l'intermédiation immobilière, j'étais à un poste d'observation central pour analyser les dynamiques de valorisation de ce marché : alors que l'argent collecté par ces fonds d'investissement était en pleine croissance, les investisseurs-acquéreurs d'immeubles surenchérisaient les prix d'achat pour placer à tout prix leur argent ; les prix pouvaient alors monter à 30 000 euros du mètre carré dans le centre de Paris pour les bureaux neufs, et ce malgré des taux de vacance important et la poursuite de la construction de bureaux en Île-de-France. C'est ainsi que j'ai décidé de déplacer mon objet vers la construction de la valeur économique sur ce marché. J'ai été d'autant plus encouragée à le faire que les travaux en géographie

cités plus haut la questionnaient peu, en se centrant davantage sur la production urbaine. Je me suis alors demandée : comment se fixe une valeur perçue comme légitime pour ces investisseurs ? Comment un récit de marché, une valeur peut-elle faire autorité et dans l'intérêt de qui ? Comment ces niveaux de valorisations, qui sont en croissance quasi continue depuis le début des années 2000, tiennent-ils ? Et selon quelles modalités peuvent-ils être remis en cause ?

Pour cela, j'ai déployé un dispositif ethnographique visant à appréhender les modalités concrètes de calcul de la valeur, les configurations organisationnelles et institutionnelles dans lesquelles elles s'inséraient et les opérations de légitimation dont elles faisaient l'objet. Premièrement, j'ai pu négocier d'effectuer une observation participante transversale au sein de Valimmo durant un an pour saisir différentes facettes de la fabrique de la valeur : je suis passée du service des *Études de marché* au service de *Valuation*, en charge d'évaluer la valeur des actifs immobiliers des investisseurs. J'ai également travaillé en lien étroit avec les directeurs des deux services dans le cadre d'une mission pour un important fonds d'investissement. En parallèle, j'ai participé activement à des événements de ce monde professionnel où l'on retrouve régulièrement les mêmes visages. Ceci m'a permis d'étudier en acte ce que les professionnels qualifient souvent de « *petit monde* » dans ses différentes scènes sociales, les relations d'interdépendance de ces professionnels et les discours qu'ils font sur la valeur. Enfin, les entretiens ethnographiques avec différents acteurs de ce marché (directeurs des investissements, experts, brokers, journalistes économiques, etc.) et représentants des pouvoirs publics m'ont permis d'analyser ceux qui avaient intérêt ou non à remettre en cause ces valorisations en fonction de leur position dans le champ de l'immobilier.

Cette entrée dans ce monde professionnel en manque de légitimité par rapport à d'autres secteurs de la finance, où mon statut de chercheuse a été régulièrement instrumentalisé, a pu me placer dans un certain inconfort à de nombreuses reprises. Pour autant, cette posture d'enquête où j'ai parfois joué un « double jeu » ou une forme de « connivence naïve » avec ces professionnels m'a permis d'accéder à leurs pratiques de travail intimes, nécessaires à la compréhension de la fabrique de la valeur sur ce marché.

Toujours dans cette optique de dénaturiser l'évidence de la valeur financière, j'ai cherché dans un second temps à saisir l'histoire concrète du processus de financiarisation de ce secteur de l'immobilier en France, et des institutions de valorisation qui faisaient « tenir » cette valeur financière. En effet, cette histoire constituait un angle mort des travaux en sciences sociales, la financiarisation étant souvent réduite à l'arrivée des fonds anglo-saxons sur le marché de l'immobilier parisien suite à la crise immobilière de 1991-1995, venant modifier les logiques de gestion immobilière des traditionnelles compagnies d'assurance. Ce récit, largement façonné et approprié par les professionnels du champ de l'immobilier eux-mêmes, était souvent analysé comme vecteur de modernisation et d'institutionnalisation de leur monde professionnel. Pour déconstruire ce récit linéaire et téléologique, j'ai pour cela adopté une démarche socio-historique attentive aux moments de controverses ou crises sur la définition de la valeur des actifs immobiliers.

Les rencontres avec Antonio Tabat et John Dean², deux entrepreneurs de ce processus en France, actifs dès la fin des années 1980, ont été essentielles pour mener à bien cette enquête. En plus des entretiens répétés que j'ai effectué avec eux, durant lesquels ils m'ont livré leurs récits sur les résistances et conflits que l'introduction d'un indicateur de performance immobilière en France a cristallisés – la passionnante histoire de

² Les prénoms et noms des enquêtés ont été modifiés, par souci d'anonymisation.

l'indicateur BD2i³ –, ils m'ont également transmis leurs nombreuses archives personnelles. Le dépouillement de revues professionnelles depuis les années 1990 et les entretiens comme source orale, ont par ailleurs fourni un matériau riche pour analyser le champ des acteurs impliqués, le cadrage des débats et les contestations qui le caractérisaient.

Dans ce cadre, je me suis appuyée sur un large champ de travaux attentifs aux structures sociales et institutionnelles de l'économie, aussi bien d'inspiration bourdieusienne, que néo-institutionnaliste et néo-structuraliste. En particulier, j'ai mobilisé le concept de « champ d'action stratégique » tel que développé par Neil Fligstein et Doug McAdam⁴ pour qualifier l'ensemble des acteurs et organisations qui se retrouvent autour de la conception de l'immobilier comme « actif financier » à valoriser et l'objectif d'extension de ce marché. Cet outil analytique, qui permet de saisir les ressorts du changement ou de la reproduction d'un ordre institutionnel à un niveau méso, a permis de saisir ensemble les dynamiques institutionnelles, organisationnelles, les jeux d'acteurs et les instruments qui viennent soutenir le processus de financiarisation.

Principaux résultats et apports de la thèse

L'analyse des matériaux récoltés et ces outils théoriques m'ont conduite à formuler ce résultat, qui structure mon travail de thèse : la financiarisation de l'immobilier en France constitue un processus politique, fruit de la mobilisation d'acteurs et d'organisations dominantes du champ, qui fait l'objet de contestations. Cette financiarisation est associée à une nouvelle manière de produire et de concevoir la valeur de l'immobilier, qui repose sur une architecture institutionnelle spécifique. Je la définis comme un ensemble stabilisé de règles formelles, formes d'organisation du travail, dispositifs (méthodes de calculs, normes comptables, etc.), mais aussi de compromis informels et de croyances propres au champ, qui participe à soutenir l'activité d'accumulation des investisseurs immobiliers. Cette architecture n'est pas immuable, elle peut aussi être défaite en fonction des intérêts objectifs des acteurs du champ et de l'état des rapports de force.

Pour démontrer cela, je décline mon propos en deux temps, que j'expose dans les deux parties de ma thèse.

La première partie, intitulée « Façonner l'immobilier comme actif financier. Une approche socio-historique », analyse l'émergence et la stabilisation du champ de l'immobilier financiarisé. Trois grandes phases de ce changement institutionnel sont identifiées : la phase pré-crise de 1991 (phase 1), caractérisée par la fragilisation du champ de l'immobilier institutionnel français, dominé par les grandes compagnies d'assurance nationalisées, la Caisse des dépôts et consignations et le Crédit foncier comme évaluateur historique du patrimoine de ces investisseurs. Je montre que dans un contexte de libéralisation des marchés financiers, d'ouverture des capitaux des compagnies d'assurances aux investisseurs internationaux et de développement de nouveaux produits d'investissement adossés à l'immobilier, les compagnies d'assurance commencent à structurer de véritables politiques d'arbitrages de leur patrimoine immobilier. Ces dynamiques participent à la reconfiguration progressive des rapports de force au sein du champ, avec entre autres, le poids croissant de la direction immobilière

³ La Base de Données des Investissements Immobiliers (BD2i) est un indicateur créé en 1993 par des investisseurs institutionnels français (Caisse des dépôts et consignations et compagnies d'assurance françaises), pour calculer la performance de leurs placements immobiliers. BD2i est créée en réaction à la tentative du groupe britannique *Investment Property Databank* (IPD), producteur d'indices de performance similaires, de s'insérer sur le marché de l'immobilier français en pleine crise immobilière.

⁴ Fligstein Neil, McAdam Doug (2012), *A Theory of Fields*, New York, Oxford University Press.

d'Axa, comme entrepreneur de ce changement. La grande crise de 1991-1995 (phase 2) constitue un catalyseur de la déstabilisation de ce champ. En effet, des entrepreneurs de la financiarisation saisissent cette opportunité pour légitimer des innovations financières appliquées à l'immobilier et de nouveaux outils et manières de calculer la valeur, en lien étroit avec les directions générales des compagnies d'assurance. De la fin des années 1990 à la fin des années 2010 (phase 3) émerge et se stabilise un champ de l'immobilier financiarisé, fruit de la recomposition du champ de l'immobilier institutionnel français des années 1980. Il est caractérisé, d'une part, par le développement de fonds d'investissement immobiliers et de foncières cotées, soutenu par des arrangements institutionnels qui leur sont favorables et, d'autre part, par le rôle central des cabinets internationaux de conseil en immobilier comme Valimmo et des firmes de production d'indicateurs financiers (IPD puis MSCI), comme institutions de valorisation de ce nouveau champ.

La deuxième partie de ma thèse, intitulée « Valoriser et réguler le marché de l'immobilier financiarisé. Une approche ethnographique », explore cette architecture institutionnelle *en train de se faire*. D'une part, elle opère une entrée dans le huis-clos de la fabrique des indicateurs de marché et des pratiques d'évaluation des actifs immobiliers de Valimmo. Elle analyse le pouvoir central de ce cabinet et de ses principaux concurrents dans l'alimentation des dynamiques de valorisation des biens sur ce marché, dans la sur-production de bureaux, et plus généralement dans le maintien des rapports de force au sein du champ. D'autre part, elle met au jour l'intense travail politique déployé par les acteurs dominants du champ auprès des représentants des pouvoirs publics (en particulier les autorités de régulation financière), pour légitimer le niveau des valorisations sur ce marché, alors que les capitaux affluent dans le secteur immobilier.

Ces résultats alimentent des questionnements sociologiques transversaux plus larges. J'insisterai ici sur trois d'entre eux.

Tout d'abord, cette thèse constitue un apport au champ des études sociales de la finance qui permet d'appréhender finement le processus de financiarisation d'un secteur de l'économie, en analysant aussi bien ses dimensions matérielles que symboliques. Elle montre que ce processus, jamais arrivé à maturité, repose sur des arrangements institutionnels spécifiques, un ensemble d'organisations en luttes constantes pour le pouvoir, des formes de coopération entre concurrents et sur le travail d'une myriade d'acteurs du champ qui participent à la mise en actif de l'immobilier. En particulier, elle identifie le rôle d'entrepreneurs institutionnels qui, par leurs ressources et réseaux et par les cadres discursifs qu'ils mobilisent, participent à faire évoluer les représentations culturelles et symboliques de l'immobilier, comme « actif financier » comme un autre.

Deuxièmement, cette thèse constitue un apport à l'analyse de la manière dont les conventions sur la valeur se font, se maintiennent et se défont, en prenant en compte les intérêts objectifs des acteurs en jeu. En plaçant la focale sur différentes périodes de crise, ce travail permet de révéler que les bulles immobilières, loin d'être le fruit d'une irrationalité collective ou d'un aveuglement de la part des investisseurs, reposent sur une architecture institutionnelle spécifique. En effet, mon ethnographie a permis de montrer que plus qu'une communauté unie dans la croyance autour de la valeur financière, les professionnels oscillent entre cynisme et croyance à son égard. Tantôt promue comme étant la valeur incontestable au nom du marché dans les grands événements de l'immobilier, elle peut dans les coulisses être mise en doute, questionnée ou moquée, alors que le niveau des prix n'a jamais été aussi haut. Ainsi, le maintien de cet édifice repose aussi bien sur des institutions et dispositifs de valorisation que sur des savoirs coupables – arrangements comptables pour maintenir les valorisations des immeubles vacants ; production de l'ignorance sur certains pans du marché, comme le taux de vacance de bureaux – et sur un travail de légitimation de la « façade

institutionnelle » de la valeur par les acteurs dominants du champ. À ce titre, je montre comment derrière les conventions d'évaluations formelles – la méthode du *Discounted Cash Flow* par exemple – censées déterminer ladite « valeur de marché », se cachent ce que je nomme des conventions implicites d'évaluation. En ce sens, j'analyse moins les méthodes formelles d'évaluation selon une logique étapiste qui signifierait que le calcul précède l'estimation de la valeur, que comme outil de légitimation *ex-post* d'une valeur de marché.

Enfin, cette thèse prend au sérieux la formation des discours et récits sur l'économie et ses futurs et ce qui contribue à les rendre légitimes, permettant un dialogue fructueux avec les travaux de sociologie économique sur la performativité. En effet, la thèse a montré que tous les acteurs n'ont pas le même pouvoir de façonner ces discours, en analysant les ressorts sociaux de cette autorité à dire « l'état des marchés ». En particulier, les récits sur le futur des marchés (évolution des besoins des utilisateurs de bureaux, des consommateurs, perspective d'accroissement des prix lié au Grand Paris ou au Brexit, etc.), constituent davantage qu'un simple repère pour l'action des investisseurs face à l'incertitude. Ils participent également à justifier des modifications législatives pour faire advenir un futur ajusté aux intérêts des acteurs dominants du champ.

Des pistes de prolongement

Ces résultats ouvrent à mon sens des pistes de prolongement dans la perspective de recherches à venir. J'en citerai deux.

Si le parti pris de cette thèse a été d'interroger la financiarisation par l'angle des professionnels de l'immobilier et de leur interaction avec les pouvoirs publics, il serait intéressant d'analyser en revers comment ces arrangements institutionnels ont été élaborés au sein de l'État, et les éventuelles interactions/conflits entre ministères de l'Économie et de l'Aménagement du territoire⁵ dans ce processus. Cela permettrait de mieux saisir les intérêts objectifs du côté de l'État à la financiarisation du secteur (fiscalité, emploi, etc.). À ce titre, des archives du fonds « Trésor » conservées au Centre des archives économiques et financières de Savigny-le-Temple, les archives du ministère de l'Équipement et les archives de la Caisse des dépôts et consignations pourraient constituer des sources pertinentes à exploiter.

Deuxièmement, un autre prolongement constituerait le développement d'une perspective d'étude comparative de la financiarisation, en premier lieu avec le cas britannique. En effet, dans ma thèse, je reviens à plusieurs reprises sur le référentiel londonien mobilisé par les professionnels français au moment de la crise des années 1990 et les circulations transnationales de ces méthodes et innovations financières en matière d'immobilier. Par ailleurs, j'évoque les différentiels de dynamiques de valorisations sur le marché de l'immobilier financiarisé français et anglais au moment de la crise de 2008. Cette analyse permettrait alors d'identifier les similitudes de ce processus à caractère global et ses traductions locales. En particulier, l'analyse du champ des acteurs et organisations qui opèrent sur le marché britannique et leurs pratiques concrètes permettrait de compléter l'appréhension du rôle des structures institutionnelles dans la construction de la valeur.

Je vous remercie de votre attention.

⁵ Ce ministère se nomme aujourd'hui le ministère de la Transition écologique et de la Cohésion des territoires.