# 40 ANS, LE PARADOXE DE LA RÉCOMPENSE



**Guy Marty**
Président d'honneur, IEIF
Fondateur, Pierrepapier.fr

Entre amis, ou en famille, on fête un anniversaire pour dire à la personne qu'on est heureux qu'elle soit là. Et nous voici, en 2026, à fêter ce 40ème anniversaire pour dire à l'équipe de l'IEIF qu'on est heureux qu'elle soit là.

Pour reprendre les mots de Paul Valéry, « dans une époque du monde où le monde va pensant et méditant de moins en moins » , être un centre d'études et de recherche, c'est presque de la provocation !

Le phénomène peut-être le plus étonnant dans l'activité d'études et de recherche, est le paradoxe de la récompense. Si vous travaillez bien, si vous êtes dynamiques, créatifs, ce que vous faites tombera dans la banalité. Qui se souvient par exemple qu'un beau jour de 1994, sur le marché du logement, L'IEIF a introduit une idée alors toute nouvelle, inattendue, calculer le pouvoir d'achat des ménages en mètres carrés, par types de revenus et par villes ? Totalement banal aujourd'hui.

Je ne vais pas citer des dizaines et des dizaines d'exemples, parfois sur des aspects fondamentaux, ce que je veux dire, c'est que c'est l'honneur de ce métier, c'est son karma aussi : plus les innovations sont réussies, plus rapidement elles se dissolvent dans le paysage : elles deviennent le paysage. Il faut sans cesse se renouveler. Cet anniversaire est la preuve que l'IEIF est resté en permanence créatif.

Il y avait un écueil cependant. J'avoue que cela a été pour moi, à un certain moment, une source d'angoisse. Nous avons tous vu des think-tanks ou des centres de recherche, faire un travail de grande qualité, puis disparaitre. Le plus souvent d'ailleurs, quand la première équipe essayait de passer le relais. Or le moment charnière, pour l'IEIF, c'était il y a dix ans ! Quand j'ai décidé de passer le relais, et que Christian a accepté de reprendre le flambeau.

Regardez aujourd'hui, dynamisme, élan, vitalité. C'est cela aussi que je trouve formidable dans ce 40ème anniversaire, l'avenir est toujours là.

Mais justement quel est le ressort, de cette robustesse, de cette longévité ? Le fil conducteur de toutes ces années, c'est le service aux adhérents de l'IEIF. Les professionnels sont sur le champ de bataille. Ils se battent pour leurs entreprises, pour leurs épargnants, ce sont eux qui font la prospérité de notre secteur et `finalement la prospérité économique. Ils méritent d'être aidés, par un lieu, un espace privilégié consacré à la réflexion, où ils trouveront de la qualité, de l'essentiel et aussi un respect de leur temps. Le meilleur des arguments, des ressorts d'existence, c'est bien la réponse à un vrai besoin.

Pour conclure, à titre personnel j'ai bien sûr été présent à tous nos anniversaires depuis le tout début... et le 20ème, le 25ème, le 30ème et aujourd'hui le 40ème... Bon, je ne peux pas vous promettre que je serai au 50ème, mais je suis sûr que l'IEIF a de belles années devant lui.



# 40 ANS À DÉCODER L'IMMOBILIER... QUI VIENT



Xavier Lépine
Président,
IEIF

Le 15 août 1971, les Etats-Unis déclarent unilatéralement l'arrêt de la convertibilité en or. En1973, le prix du pétrole n'étant de fait plus indexé sur l'or, son prix est multiplié par quatre, signant l'acte de décès des Trente Glorieuses, cette période bénie d'une croissance réelle à 5 %, d'une démographie vigoureuse, du plein emploi, de taux d'intérêt réels négatifs, d'excédents budgétaires. La loi n° 70-1300 du 31 décembre 1970 créée la SCPI, pour laquelle est autorisé l'appel public à l'épargne. Les Français, qui avaient pu devenir propriétaires de leur logement (22 % de taux de propriétaires en 1945, 43 % en 1970), pouvaient désormais épargner dans l'immobilier via un produit collectif pour des montants unitaires faibles et diversifiés en termes de risques. Une alternative crédible au contrat en Euros et en l'absence de fonds de pension. Possibilité certes, mais une concrétisation faible dans la décennie qui suivit.

Dix ans plus tard, après une très forte période d'instabilité économique et financière, de chômage de masse où les maximes oscillent entre « la chasse au gaspi » et « on n'a pas de pétrole, mais on a des idées », la France, comme le monde occidental, évolue vers une tertiarisation et bascule dans la financiarisation de l'économie.

La création monétaire croit chaque année du double de la croissance du PIB nominal et pour maintenir les équilibres sociaux et une croissance réelle minimum, le déficit public est chronique dans la majorité des pays, c'est la variable d'ajustement qui augmente d'année en année.

Ainsi depuis 1980, **la création monétaire (M3) a été multipliée par 50 alors que le PIB mondial n'a augmenté que de 5,5 fois.** Cet excès de création monétaire c'est la dette des Etats, le financement de la croissance des entreprises par fonds propres et dettes obligataires et bancaires, et bien évidemment l'immobilier d'entreprise comme résidentiel.

L'économie se mondialise, les marchés financiers se modernisent. En 1986, le MATIF (Marché à terme des instruments financiers) est créé, permettant notamment à l'Etat d'emprunter massivement et de gérer sa dette. Le CAC40 est créé le 31 décembre 1987, le besoin d'indices pour suivre et comparer les performances nait.

La tertiarisation de l'économie crée un large marché locatif de bureaux… et la première bulle sur les bureaux explose en 1992 sous l'impact combiné d'un excès d'offre (2,5 millions de $m^2$ vides contre 0,6 millions en 1987). Des bureaux neufs portés également par des promoteurs (crédits promoteurs) et des marchands de biens financés par les banques (Crédit Lyonnais, Crédit Foncier, Comptoir des Entrepreneurs, UIC) : les crédits à l'immobilier d'entreprise augmentent de 230% de 1988 à 1990.

L'inflation explose en Allemagne sous l'impact de la réunification et pour la contenir et attirer les capitaux nécessaires à la réunification, la Bundesbank augmente ses taux, la France est obligée de suivre et la crise du SME (Système Monétaire Européen) se produit, les taux d'intérêts courts montent à 13% et la bombe explose. Les prix de l'immobilier tertiaire s'effondrent avec des baisses de 30% à 60% (polarisation géographique à l'intérieur du Grand Paris).

Le Crédit Lyonnais passe sous le contrôle du CDR, le Comptoir des Entrepreneurs qui avait été créé en 1848 pour le financement des travaux d'Haussmann disparait non par son activité de prêteur aux particuliers mais de crédit aux promoteurs.

**La promesse de l'actif parfait dont les revenus sont indexés sur l'inflation pour répondre à un passif de long terme n'a pas pu être tenue.**

A Paris, et uniquement à Paris et sa banlieue - Frigitt parle de crise localisée - l'indice des prix du résidentiel des notaires chute également de 36%, après de très fortes hausses (une dernière hausse de 18% en 1990). Une chute de 40% de 1992 à 1997 avec des taux d'intérêts autour de 9%, des crédits de maturité moyenne à 12 ans pour une inflation autour de 3%. C'est la victime parisienne par l'intermédiaire des taux réels et de la disparition des marchands de biens.

Les institutionnels sortent du logement pour cause de rendements nets trop faibles et d'une régulation (trop) protectrice du locataire et des pertes sur les autres actifs. Le marché se reprend fortement à partir de 1998 et s'envole ensuite avec l'allongement de la durée des prêts et la baisse des taux d'emprunts. **Un nouveau régime de prix est installé.**

L'Etat créé les premiers dispositifs de subventions (Méhaignerie), dont le dernier fut Pinel. Le résidentiel n'étant pas assez rentable, l'investisseur particulier est subventionné. C'est nécessaire et rationnel dans le contexte avec cependant un effet de bord sociétal : le CSP- ne peut plus acheter, il loue son logement à un CSP+ subventionné par l'Etat qui s'endette pour le faire… Le résidentiel (neuf) sort de la catégorie des actifs d'efficacité économique pour devenir un actif subventionné.

Puis après les Trente « piteuses », l'économie s'adapte : elle s'est mondialisée dans ses modes de production comme de consommation, les révolutions technologiques génèrent de formidables gains de productivité, plusieurs milliards de personnes sortent de la pauvreté, les progrès médicaux ont allongé la durée de la vie comme sa qualité, il n'y a jamais eu aussi peu de guerres… et **nous sommes entrés dans un monde de miel et de lait, illusions qui étaient nos certitudes.**

La mondialisation serait donc sans fin car le commerce mondial est le garant même de la paix. Les ressources seraient infinies qu'elles soient humaines (démographie), physiques ou financières. Sur ce dernier point, le service d'une dette à 1% en 2020 allait permettre, comme au Japon, de s'endetter à hauteur de 200% et donc de maintenir nos modèles sociaux déséquilibrés (santé et surtout retraite par répartition).

**Autant d'illusions qui se sont effondrées avec la crise Covid, le retour de la guerre en Europe, la crise environnementale qui ne fait que commencer à se concrétiser, la prise de conscience de l'impact de la démographie** notamment sur un pays sans retraite par capitalisation et son corollaire dans les marchés financiers, notamment la capacité d'emprunt des Etats qui ont subventionné à crédit les déséquilibres ainsi créés.

Sur le plan social, la prise de conscience que nous sommes passés d'un monde où les mondialisateurs et les mondialisés n'étaient plus au niveau des Etats voire des continents, mais à l'intérieur même de chaque pays avec comme conséquence une polarisation dans les extrêmes se généralise. Le cas de la France est très représentatif : 57% de propriétaires, taux

inchangé depuis vingt-cinq ans signifiant qu'il n'y a plus de possibilité de changer de classe sociale. Parmi ces 57%, près des deux tiers n'ont plus de dette et seulement 25% des ménages sont aujourd'hui en phase d'acquisition. Si notre modèle social de redistribution et d'imposition a maintenu un équilibre supportable sur le plan des revenus, le déséquilibre s'est installé sur le plan patrimonial. Les 57% de propriétaires détiennent 85% du patrimoine alors que les 43% de locataires n'ont que 15% de la richesse patrimoniale avec une inquiétude croissante sur les retraites. Si les générations nées jusqu'en 1974 avaient un taux de rendement interne de leur cotisation supérieur à 2% (selon le COR) – cotisations relativement faibles et un grand nombre de cotisants – les générations nées depuis, et singulièrement celles nées après 2000 auront un TRI proche de zéro (au mieux elles récupèreront ce qu'elles auront versé en cotisations).

La France et les Français sont donc riches avec un Loan To Value faible de 25% : les 3 500 milliards de dette publique rapportée au 14 000 milliards de patrimoines (dont 9 000 milliards d'immobilier, notre fonds de pension) mais un free cash-flow très négatif, ses dépenses publiques dépassent de 10% ses recettes publiques et de plus de 5,5% son PIB annuel.

**Nous entrons dans le temps de l'acceptation**, mais comme disait Paul Krugmann, il est difficile de faire comprendre à quelqu'un quelque chose qui, s'il le comprend, peut affecter négativement sa situation !

Certains pensent qu'il s'agit seulement d'une (forte) crise structurelle, que les prix de l'immobilier vont fortement corriger et que *business as usual* reprendra comme dans les crises précédentes.

Pas besoin de dormir pour rêver : **il faut arrêter de rêver sur le retour à la « normale » et s'éveiller !**

Les Trente glorieuses avec leur croissance réelle à 5%, ses taux d'intérêt réels négatifs, sa forte démographie, son économie fermée, ses CDI, sa stabilité familiale, un Etat prospère… c'est fini.

Les déséquilibres accumulés depuis ne sont plus tenables car les ajustements nécessaires n'ont pas été faits.

La pierre est de fait le fonds de pension des Français (qui en ont) et son effondrement n'est ni souhaitable ni probable. La crise actuelle se traduit par un immobilisme rationnel.

Tous nos modèles juridiques et financiers comme les produits d'épargne immobiliers associés ont ainsi été construits dans la deuxième partie du XX$^{ème}$ siècle et singulièrement les Trente glorieuses.

Si le droit romain a construit un faisceau de droits immobiliers, consacré en France par la Déclaration des droits de l'Homme, ont été créés autour de *l'usus, du fructus et de l'abusus*, des droits réels dérivés, qu'il s'agisse de la nue-propriété, de l'usufruit, des formes multiples de baux allant du bail résidence principale au bail emphytéotique en passant par le bail commercial… **Les évolutions anthropologiques que nous vivons à l'évidence nous questionnent sur leur utilisation.**

**Les manières de construire, d'acquérir, de détenir, de transmettre actuellement utilisés resteront probablement les modèles dominants, mais n'ont pas été construits pour ce nouveau monde.** C'est patent pour le logement[1] : impossible d'acheter et rendement locatif trop faible. Mais il en est de même pour le bureau ou le commerce : des actifs immobiles, y compris dans leur destination, dans un monde nouveau incertain et que l'État ne peut financièrement plus supporter.

L'IEIF, c'est l'instrument de cette réflexion commune, non seulement pour **décoder ces innovations, mais également pour aider à la réflexion des acteurs,** y compris sur la construction de nouveaux produits d'épargne immobilière. Ces questions, chacun d'entre nous se les pose, et le rôle de notre association est de vous accompagner dans ces changements anthropologiques.

[1] Le droit de propriété de 1789, et donc de se constituer un patrimoine, ne s'est réellement concrétisé qu'à partir des années 1950 : passage de 22% de taux de propriétaires en 1945 à 50% en 1980, mais aujourd'hui au privilège de naissance aboli par la Révolution française s'est succédé celui de la date de naissance alors même que l'allongement de la durée de la vie rend encore plus nécessaire la nécessité d'être propriétaire lorsque son revenu baisse d'autant plus qu'en l'absence de fonds de pension, la propriété de son logement a joué ce rôle pour les boomers dont je fais partie !

1986-2026 40 IEIF ans D'INTELLIGENCE IMMOBILIÈRE

**N° 112**
**AUTOMNE 2026**
**NUMÉRO SPÉCIAL**
**IEIF 40 ANS**





p.1 **ÉDITO**
**40 ans, le paradoxe de la récompense**
par Guy Marty

p.3 **BILLET**
**40 ans à décoder l'immobilier...qui vient**
par Xavier Lépine

p.8 **L'IEIF FÊTE SES 40 ANS !**
**Retour en images sur la soirée d'anniversaire**

p.10 **QUATRE DÉCENNIES D'ANALYSE DES MUTATIONS IMMOBILIÈRES**
**D'un monde de crises successives à l'ère des ruptures permanentes**
par Stéphanie Galiègue & Christian de Kerangal

p.14 **FRISE CHRONOLOGIQUE**

**1986-1996 :** L'euphorie puis la crise

**1996-2006 :** Mondialisation et financiarisation de l'immobilier

**2006-2016 :** De la crise financière aux politiques monétaires ultra-accommodantes

**2016-2026 :** L'immobilier face à des transformations conjoncturelles et structurelles majeures

p.18 **DOSSIER**
**L'IMMOBILIER, UNE HISTOIRE D'AVENIR**

p.19 **Quarante ans de mutations financières, la fin d'un cycle**
par Gilles Moëc

p.23 **D'un cycle long à l'autre : la transformation de l'immobilier au diapason de l'économie et de la finance**
par Béatrice Guedj et Pierre Schoeffler

p.29 **Quarante ans d'immobilier : transformations, crises et convictions**
par Amal Del Monaco

p.33 **Financement de l'immobilier : un rôle majeur dans la transformation du secteur et son adaptation**
par Denis Moscovici

p.37 **De l'actif à l'écosystème : où se créera la valeur du prochain cycle**
par Stéphan de Faÿ

p.43 **Fabrique urbaine - De l'immobilier fonctionnel à un actif stratégique**
par Virginie Alonzi, Elsa Favreau, Yoann Gajic et Claire Meunier

p.51 **L'enfance, notre nouvel or noir. Pourquoi l'enfant est devenu le premier actif de nos territoires**
par Sonia Lavadinho

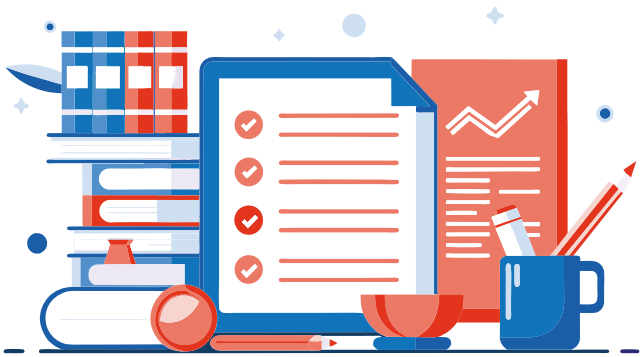
p.61 **1986-2026 – Une brève histoire du bâtiment et de l'immobilier durables...de la chasse au gaspi au respect des frontières planétaires**
par Yves Dieulesaint

p.69 **40 ans de cycles de bureaux en Ile de France : vers un changement de paradigme ?**
par Christophe Pineau

p.75 **Logement : 40 ans d'aide à l'investissement privé, une addiction d'Etat à la dépense budgétaire ?**
par Gilbert Emont

p.79 **Rétrospective 2040, quarante ans d'immobilier au rythme du monde, quinze ans imaginés depuis 2040**
par Laurence Bouard

p.83 L'ACTUALITÉ BIBLIOGRAPHIQUE



# L'IEIF FÊTE SES 40 ANS !

## 1986-2026 : 40 ANS D'INTELLIGENCE IMMOBILIÈRE

Nous avons eu la joie de réunir nos adhérents, nos partenaires et membres du conseil d'administration, nos collaborateurs actuels et historiques, pour une soirée festive célébrant les 40 ans de l'IEIF le 17 septembre dernier, à la Maison des Travaux Publics.
Depuis 40 ans, l'IEIF s'est construit comme un carrefour de réflexion, de dialogue et de prospective. Nous étions particulièrement heureux de partager ce moment avec les membres de cette communauté d'acteurs que l'IEIF a su rassembler depuis toutes ces années. Nous les remercions chaleureusement de leur soutien et leur fidélité.





















