

NOTE « IMMOBILIER COMMERCIAL »

Diagnostic actualisé et résultats des stress tests dédiés

I. Situation du marché et mise à jour du diagnostic

Le diagnostic présenté par le HCSF en avril 2015 a été complété, précisé et confronté à l'appréciation des différents acteurs du marché. Cette note fait état de ces approfondissements et présente les résultats des *stress tests* thématiques réalisés à la demande du HCSF au deuxième semestre 2016.

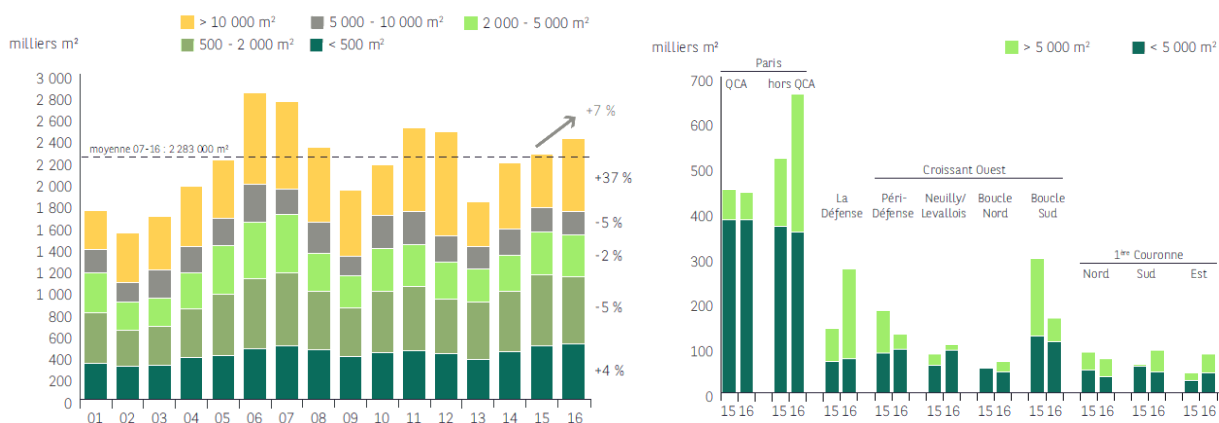
A. État des lieux du marché de l'immobilier commercial¹ à fin 2016

Amélioration du fonctionnement du marché de bureaux en Île de France

Les dernières données disponibles sur le marché des bureaux d'Île de France suggèrent une amélioration du fonctionnement du marché. Dans un contexte de création d'emplois, la demande placée de bureaux² en Île de France a atteint 2,4 millions de m² en 2016, en hausse de 7 % par rapport à l'année 2015, et au-dessus de sa moyenne décennale (2,3 millions de m²).

Paris *intra-muros* continue de faire preuve d'un fort dynamisme. La Défense affiche des performances exceptionnelles, commençant à corriger une situation marquée ces dernières années par la vacance de plateaux de très grande taille (situation qui s'était diffusée également au péri-Défense). Le marché de l'immobilier de bureaux en 1^{ère} et 2^e couronnes d'Île de France (hors Croissant Ouest) s'est bien tenu ces derniers mois, mais les volumes placés demeurent sensiblement en-deçà de leur moyenne de longue période. Si l'Est et surtout le Sud ont enregistré quelques transactions importantes, l'activité peine toujours à redémarrer en 1^{ère} couronne Nord. De manière générale, ces secteurs souffrent de la concurrence de l'offre proposée à Paris *intra-muros* (et dans une moindre mesure à la Défense) sur des biens souvent de très bonne qualité.

Graphique 1 - Demande placée de bureaux en Île de France



Source : Immostat, BNP Paribas Real Estate ; QCA : Quartier Central des Affaires.

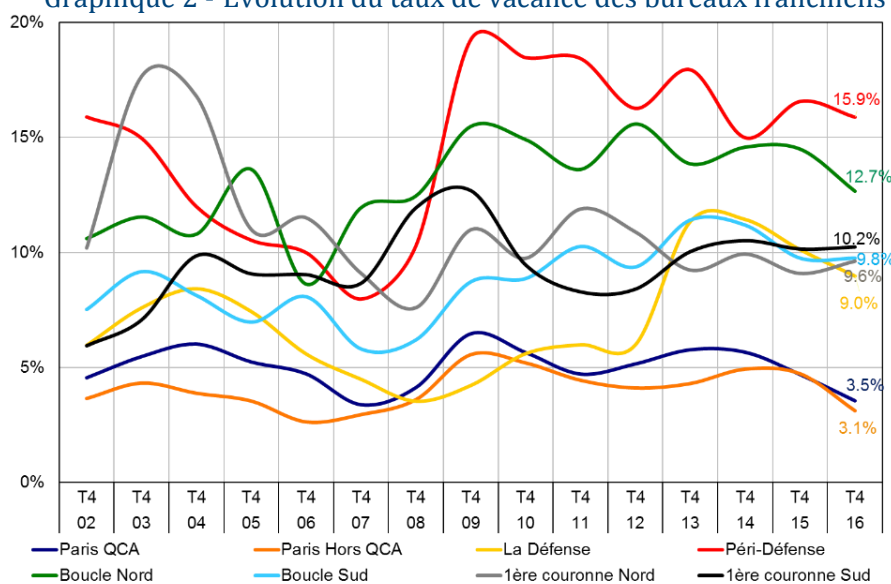
¹ L'immobilier commercial désigne ici l'ensemble des biens immobiliers détenus par des acteurs professionnels qui n'en sont pas les occupants et qui en retirent un revenu à titre habituel. Le champ recouvre l'immobilier d'entreprise (bureaux, commerces, entrepôts et services) ainsi que les actifs « résidentiels » (hors bailleurs sociaux et particuliers propriétaires bailleurs). Sauf mention contraire explicite, les actifs résidentiels sont toutefois exclus de cette note, qui se concentre sur l'immobilier d'entreprise.

² La demande placée de bureaux correspond à l'ensemble des locations ou ventes à l'occupant (par opposition aux ventes à investisseur), portant sur des locaux à usage de bureaux. Le champ est donc distinct de celui de l'immobilier commercial et correspond au marché sur lequel ces biens sont loués. L'indicateur inclut les pré-commercialisations, les clés en main et les opérations pour compte propre. En revanche, les renégociations de bail et les ventes réalisées auprès des locataires déjà en place sont exclues. L'indicateur ne tient pas compte des locaux libérés sur la période. La demande placée est exprimée en mètres carrés de surface utile.

Sous l'effet combiné d'une bonne tenue des commercialisations et d'une baisse des livraisons par rapport à 2015, l'offre immédiate³ tend à se contracter en 2016 : le stock de mètres carrés immédiatement disponibles en Île de France fin 2016 (3,5 millions de m²) est en baisse d'environ 10 % en glissement annuel, avec une baisse plus nette sur les surfaces de première main.

La baisse de l'offre disponible implique mécaniquement une forte baisse du taux de vacance. Défini comme le rapport entre l'offre immédiatement disponible de bureaux et le parc total de bureaux, le taux de vacance « économique »⁴ constitue un bon indicateur de pression à court terme sur les loyers. Ce taux est de 6,7 % en Île de France fin 2016, contre 7,4 % un an plus tôt, en baisse dans quasiment tous les secteurs géographiques. Le taux de vacance demeure toutefois très hétérogène : il varie de 3,5 % à Paris *intra-muros* (considéré en pénurie d'offre) à 15,9 % sur le secteur péri-Défense, et continue d'augmenter en 1^{ère} couronne Nord (graphique 2).

Graphique 2 - Evolution du taux de vacance des bureaux franciliens



Source : Immostat, BNP Paribas Real Estate ; QCA : Quartier Central des Affaires.

La contraction de l'offre disponible aurait contribué à une stabilisation des loyers effectivement payés par les entreprises nouvellement locataires. Les loyers faciaux demeurant stables par rapport à 2015, cette évolution résulte de la stabilisation des mesures d'accompagnement (franchises de loyer, travaux, loyers progressifs), qui avaient augmenté fin 2015/début 2016. L'évolution des loyers en Île de France est tirée par les loyers parisiens : le faible taux de vacance à Paris induit une tension sur les loyers, qui se traduit par des mesures d'accompagnement sensiblement plus faibles. On commencerait à observer une légère baisse de ces mesures sur certains secteurs, notamment les petites surfaces du Quartier Central des Affaires (QCA) de Paris. Cette remontée des valeurs locatives, poussée par une contraction de l'offre immédiate et une demande massive pour les actifs de première main, demeure toutefois dans des proportions mesurées. Dans les secteurs périphériques où l'offre est plus abondante, l'évolution des loyers économiques est moins nette.

Au total, les dernières évolutions suggèrent une amélioration globale du fonctionnement du marché de bureaux en Île de France, à l'exception des 1^{ère} et 2^e couronnes (hors Croissant Ouest).

³ L'offre immédiate correspond à l'évaluation des surfaces immédiatement disponibles. En revanche, les recherches de successeurs et les congés de bail sont exclues jusqu'à sortie effective du locataire.

⁴ En complément, MSCI publie un taux de vacance « institutionnel » mesuré sur le parc des immeubles locatifs (i.e. détenus par des investisseurs institutionnels). Cet indicateur est davantage adapté à la vision des investisseurs (mesure des pertes correspondant aux loyers non perçus) que le taux de vacance classique. Les deux indicateurs suivent actuellement la même tendance.

Évolutions sur le marché de l'immobilier d'entreprise hors bureaux en Île de France

Sur le segment des commerces, l'attentisme des enseignes face aux incertitudes du climat économique et politique continue de brider l'activité. Par ailleurs, la polarisation croissante du marché entre les biens « *prime* » et secondaires demeure structurante. Les stratégies de rationalisation des enseignes se traduisent par une accélération des fermetures et des transferts au profit des emplacements les plus rentables et les plus fréquentés, et contribuent ainsi à l'augmentation des taux de vacance des sites secondaires et à la nette baisse de leurs valeurs locatives. Néanmoins, sous l'effet d'extensions et de redéveloppements de sites les mieux établis, le volume de nouveaux mètres carrés de centres commerciaux augmente fortement : près de 300 000 m² ont été livrés à fin 2016, soit la deuxième meilleure année après 2013. Les parcs d'activités commerciales ont également connu un réel succès en 2016, tirant parti de l'accélération des arbitrages des enseignes qui ferment les magasins ne répondant plus à leurs objectifs de rentabilité.

Quant au marché de la logistique, il demeure dynamique en 2016 dans un contexte de profonde reconfiguration du secteur face à l'évolution rapide des pratiques et des besoins (e-commerce, compression des temps de livraison, etc.).

Le segment des services (résidences de tourisme, hôtels, établissements de santé) est touché par l'évolution défavorable du tourisme en 2016. Toutefois, peu de données permettent de qualifier l'évolution récente de ces actifs.

Les volumes investis en 2016 sont stables

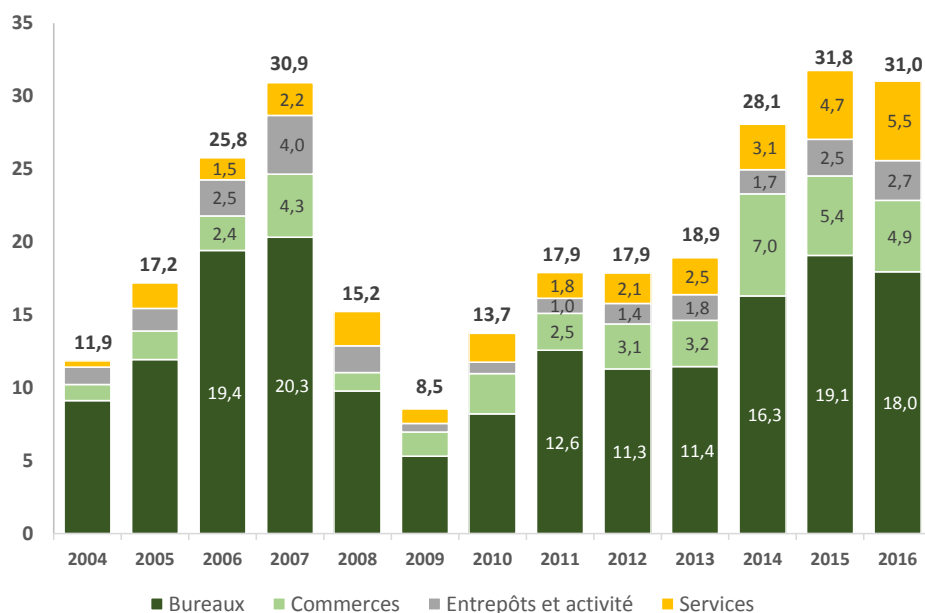
Le marché de l'immobilier commercial continue de bénéficier d'un intérêt marqué des investisseurs, en lien avec un rendement (relatif) attractif dans un contexte de taux bas. Avec 31 Md€ engagés en France en 2016, le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise⁵ est stable par rapport à 2015. Sur le champ de l'immobilier d'entreprise banalisé⁶, le volume cumulé depuis le début d'année atteint 25,6 Md€, soit un volume légèrement inférieur à celui observé en 2015 (graphique 3).

- Les bureaux demeurent le segment de marché privilégié par les investisseurs en 2016 malgré un léger recul par rapport à 2015. Avec 18 Md€ investis, dont beaucoup de ventes d'actifs neufs, le marché des bureaux représente près de 60 % du total des montants investis en immobilier d'entreprise depuis le début d'année (70 % de l'immobilier d'entreprise banalisé).
- Malgré un début d'année 2016 très dynamique, le marché des commerces marque le pas depuis quelques mois. Les transactions sur l'année s'élèvent à 4,9 Md€ (contre 5,4 Md€ en 2015), soit 16 % des volumes investis en immobilier d'entreprise en 2016. Ce ralentissement résulte notamment d'un tarissement de l'offre de biens attendus par les investisseurs : le marché des centres et galeries commerciales apparaît en retrait, en raison d'un manque d'actifs « *prime* » très recherchés. Le marché des commerces a été essentiellement porté par l'achat d'actifs de seconde main à retravailler.
- Les volumes d'investissements en locaux industriels/logistique représentent environ 9 % du total des montants investis en immobilier d'entreprise en 2016 (2,7 Md€), stable par rapport à 2015.
- L'engouement croissant des investisseurs pour de nouvelles classes d'actifs contribue à la dynamique du segment des services (comme les établissements de santé ou l'hôtellerie) qui, avec 5,5 Md€ d'engagements, représente 18 % du total des investissements et arrive désormais en deuxième position (derrière les bureaux mais devant les commerces).

⁵ Immobilier commercial hors immobilier résidentiel.

⁶ Immobilier d'entreprise hors immobilier de services.

Graphique 3 - Transactions en immobilier d'entreprise en France (en Md€), par segment



Source : BNP Paribas Real Estate

Avec 75 % des volumes de transactions en immobilier d'entreprise⁷, l'Île de France confirme sa prédominance dans l'orientation géographique du marché. L'immobilier francilien continue de bénéficier des bonnes performances du marché de bureaux ainsi que de l'intérêt d'un grand nombre d'investisseurs pour ses secteurs tertiaires les plus dynamiques.

Le marché apparaît de plus en plus dominé par les investisseurs français, y compris sur le secteur des grandes transactions. Ils concentrent plus de 70 % des montants investis en immobilier d'entreprise en France en 2016. S'ils dominent le segment des bureaux et des commerces, les investisseurs français sont moins présents sur le marché des locaux industriels, dominé par les fonds d'investissement anglo-saxons. L'année 2016 marque le retour des fonds asiatiques sur le marché hexagonal.

La croissance des prix se serait réduite en 2016

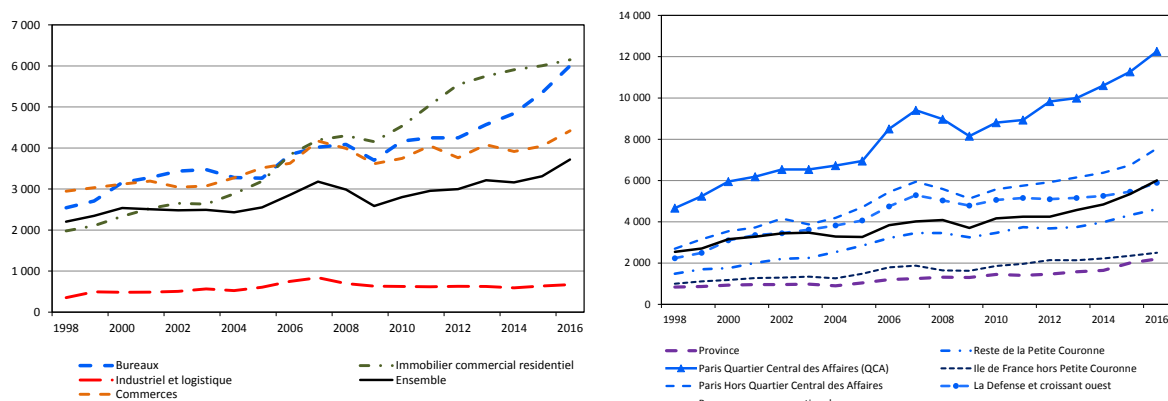
Parmi les différents segments du marché, celui des bureaux parisiens – notamment dans le QCA – a connu ces deux dernières années une nette appréciation de ses valeurs vénales dans un contexte de baisse des taux et de faible vacance permettant de soutenir les loyers⁸ (graphiques 4). En 2016, les valeurs vénales seraient toujours en augmentation.

La rentabilité locative des bureaux parisiens demeure inférieure à la moyenne de ses valeurs historiques. Elle reste toutefois en ligne avec celle des principaux quartiers d'affaires européens. De plus, le *spread* sur le rendement des actifs en portefeuille par rapport aux taux de long terme demeure au-dessus de sa moyenne sur les quinze dernières années (cf. annexe 3).

⁷ Sur le champ de l'immobilier d'entreprise banalisé, le niveau d'investissement en Île de France s'établit à 19,6 Md€, en baisse de 4 % par rapport à 2015.

⁸ Les immeubles sont valorisés dans les bilans des investisseurs sur la base d'une évaluation par des experts (dites valeurs vénales) à partir de l'actualisation des loyers perçus, de la qualité du locataire et des caractéristiques du bien (qualité, localisation).

Graphique 4 - Valeurs vénales de l'immobilier commercial en France (€/m²), par segment et, pour les bureaux, par zone géographique



Source : MSCI, données à périmètre constant.

Par ailleurs, les prix de transaction⁹, qui constituent un indicateur d'analyse complémentaire à celui des valeurs vénales, ont augmenté du fait de l'appétit croissant des investisseurs pour l'immobilier. Ce phénomène est particulièrement visible sur le segment des bureaux parisiens, caractérisé par des actifs « *prime* » de très bonne qualité et présentant un risque locatif très limité au vu de l'attractivité de la métropole parisienne et de la rareté foncière sur le segment.

Les perspectives restent incertaines

L'année 2017 se caractérise par un fort degré d'incertitude du point de vue des conditions de financement, des perspectives économiques et géopolitiques. L'anticipation de remontée des taux pourrait impacter négativement la volonté¹⁰, voire la capacité, des acteurs à financer leurs opérations ou maintenir leur exposition. On observe par ailleurs un regain de confiance des acteurs et d'une accélération de l'activité économique, qui semble se refléter dans des prévisions de mises en chantier en hausse pour le secteur de la construction.

D'après les professionnels du marché, la demande sur le segment des bureaux devrait s'établir à un niveau comparable à celui de 2016, voire en léger retrait. Néanmoins, les investisseurs anticipent en moyenne une légère baisse de la demande placée en Île de France en 2017¹¹. La pénurie d'offres constatée ces derniers mois sur certains secteurs géographiques a cependant encouragé les investisseurs et promoteurs à se lancer dans de nouveaux projets de construction ou de réhabilitation. Du fait de nombreuses mises en chantier au cours des derniers mois, le volume total actuellement en construction est proche du million de mètres carrés. Davantage de livraisons viendront par conséquent alimenter le marché au cours des années 2017 et 2018. C'est particulièrement les cas de Paris QCA (près de 300 000 m² en cours d'édification ou dotés d'un permis de construire) ou du Croissant Ouest, ainsi que de la Défense. À noter toutefois qu'à la différence des opérations actuellement en chantier, les projets en attente d'autorisation ou dotés d'un permis de construire sont majoritairement tournés vers les 1^{ère} et 2^e couronnes.

Cet afflux de nouveaux biens sur le marché pourrait éventuellement remettre en question la tendance baissière observée en 2016 sur la vacance¹², avec un potentiel impact négatif sur les loyers économiques. La plupart des professionnels semblent toutefois s'accorder sur le fait que le QCA de Paris devrait continuer d'afficher une progression de la valeur du segment « *prime* » face à la rareté de ce type d'actifs. *A contrario*, les prévisions tablent sur une accentuation de la baisse des loyers à La Défense.

⁹ Immostat vient de publier un indice de prix au m² calculé comme une moyenne simple des prix recensés au cours des douze derniers mois. Cet indice ne tient pas compte de la qualité des biens achetés. Le nombre de transactions et la nature hétérogène des biens échangés ne permet pas l'élaboration d'un indice de prix de transactions selon une méthodologie hédonique.

¹⁰ La remontée des taux initiée en novembre devrait se poursuivre et, en l'absence d'un ajustement rapide sur les prix ou les loyers, la baisse du *spread* entre le rendement locatif et le taux des OAT devrait jouer négativement sur l'avantage comparatif de l'immobilier commercial.

¹¹ Source : Baromètre MSCI.

¹² Les investisseurs interrogés dans le cadre du Baromètre de MSCI anticipent néanmoins une légère baisse de la vacance en 2017.

B. Mise à jour du diagnostic

Le marché de l'immobilier commercial est caractérisé par une grande diversité de biens et une forte segmentation (en fonction de la nature des biens et de leur localisation, y compris à un niveau assez fin à l'échelle de l'Île de France). En parallèle du fort dynamisme de Paris, on assiste à un déclin de la 2^e couronne de la région parisienne, avec un taux d'obsolescence en hausse et le développement (construction, réhabilitation) de projets mal positionnés par rapport à la demande locative des utilisateurs, que ce soit du point de vue de la qualité physique, technique ou environnementale du bien. En effet, le cycle entier de production d'un bien immobilier commercial prend en moyenne entre deux et six ans, ce qui conduit à un décalage important entre la décision d'investir, le lancement des opérations et la livraison des actifs.

Plus globalement, l'environnement de taux bas et la recherche de rendement nourrissent la demande des investisseurs institutionnels pour ce type d'actifs et expliquent un volume de transactions élevé. Devant la raréfaction d'actifs de très grande qualité (typiquement, les bureaux « *prime* » dans Paris QCA), l'appétit des investisseurs les conduit, suivant les cas, à s'intéresser à de nouveaux types d'immeuble (entrepôts, hôtels, maisons de retraite, cliniques, résidences étudiantes, etc.) et/ou à prendre part à des opérations plus risquées (exposition plus forte au risque locatif, développement des opérations en blanc, projets de réhabilitation d'immeubles, etc.). Le niveau de sélectivité des principaux investisseurs reste cependant élevé et le recours à l'endettement limité, tandis que les critères d'octroi des financements demeurent majoritairement prudents.

Si la situation du marché semble actuellement plutôt s'améliorer (rétablissement de la demande locative, stabilisation des volumes de transaction, inflexion de la tendance à la hausse des valeurs), il est possible d'identifier deux risques principaux à surveiller au cours des prochains trimestres :

- **Risque 1 : une remontée rapide des taux dans un contexte économique toujours morose.** Dans un scénario de ce type, un ajustement à la hausse des loyers serait exclu et l'écart de rendement entre actifs immobiliers et taux longs se réduirait, comprimant les primes de risque et diminuant l'attractivité de l'immobilier commercial. Cet effet serait accru par une perte de statut de valeur refuge de l'immobilier, conduisant à un ralentissement de la demande des institutionnels comme des particuliers, qui se reporteraient sur d'autres classes d'actifs. Quand bien même les ventes resteraient limitées, la baisse des valeurs vénales et l'ajustement de la demande pourraient se traduire par une baisse des volumes, puis une baisse des prix.
- **Risque 2 : une situation de suroffre sur le marché de la location.** Une situation de ce type pourrait émerger du fait de l'inertie (à la baisse) et de l'absence de coordination de l'offre de biens issue de la construction¹³ (dynamique de la réponse de l'offre de biens construits à une hausse des prix et/ou de la demande), de forts investissements dans l'immobilier commercial (basés sur l'expérience des années passées), ou d'une obsolescence rapide du parc. Elle se traduirait par la constitution involontaire d'un stock et la hausse des taux de vacance.

Ces deux facteurs de risque ont pour conséquence commune une baisse des prix d'actifs immobiliers nécessaire au rétablissement à terme de la rentabilité locative.

II. Mise en œuvre de *stress tests* transversaux

Dans le prolongement du diagnostic du marché de l'immobilier commercial français, et compte tenu des deux grands risques évoqués (remontée rapide des taux et situation de suroffre) conduisant tous deux à une baisse des prix, les services de la Banque de France ont élaboré des scénarios de *stress tests* permettant d'évaluer l'impact d'une chute des prix des actifs de l'immobilier commercial sur le secteur financier.

L'impact à un horizon de deux ans de trois chocs sur les prix de l'immobilier commercial sur les différents acteurs financiers a été analysé d'une part par l'ACPR pour les banques et les assurances, et d'autre part par l'AMF pour les fonds d'investissement. Le *stress test* conduit correspond à une analyse

¹³ La hausse continue des prix n'incite pas les promoteurs à réduire le rythme de constructions nouvelles si bien qu'ils pourraient être confrontés à une situation de surcapacité sur le marché au moment de la finalisation de l'opération (apparition d'un excès d'offre en cas de plus faible demande de m² lors de la livraison quelques années plus tard). Si le promoteur a prévu l'immeuble à des investisseurs, ceux-ci font face à un risque locatif accru. Sinon, le promoteur fait face à un risque sur la cession de l'immeuble à son achèvement.

de sensibilité ; il ne s'agit pas d'une modélisation d'un scénario complet de correction des prix sur une période donnée (voir annexe 2).

A. Trois chocs

Choc 1 : baisse en lien avec l'écart des prix par rapport à leur moyenne de long terme

Le premier choc correspond à l'ajustement des prix nécessaire à ce que les rentabilités locatives renouent avec leur moyenne sur longue période¹⁴. La correction serait de l'ordre de 15 % en 2015 pour l'ensemble du secteur de l'immobilier commercial français et proche de 30 % pour les bureaux de Paris QCA. En annexe 3 figurent, pour les bureaux, les graphes de rentabilités locatives et estimations de correction pour les différents segments géographiques disponibles.

Ce choc a été construit de la façon suivante :

- (i) Sur l'ensemble des bureaux de la région Île de France, simulation d'une correction de prix de 30 % (nécessaire au rétablissement de la rentabilité locative des bureaux de Paris QCA) ;
- (ii) Sur les autres segments, simulation d'une correction des prix de 15 % (écart constaté à l'échelle de l'ensemble de l'immobilier commercial français).

Choc 2 : baisse des prix en lien avec l'expérience historique

Le deuxième choc correspond à la baisse des prix constatée lors de la crise immobilière du début des années 1990 : après avoir connu une forte croissance pendant la seconde moitié des années 1980 (les prix des bureaux avaient plus que doublé entre 1986 et 1992¹⁵, entraînant une forte baisse des rentabilités locatives dont le rétablissement à la moyenne observée entre 1986 et 1992 nécessitait une baisse des prix de l'ordre de 20 % à 25 %), les prix des bureaux marquent un coup d'arrêt en 1991. En 1993 s'amorce une phase de baisse marquée des prix qui se prolongera jusqu'en 1998, avec une baisse cumulée sur la période d'environ 30-35 %.

Sur la base de ces estimations, le choc correspond à une correction des prix de 30 % sur les bureaux en Île de France¹⁶.

Choc 3 : baisse sévère des prix

Le choc 3 est un choc extrême (non observé par le passé) qui, pour l'ensemble des bureaux de la région Île de France, repose sur l'hypothèse d'une correction des prix qui annulerait la surévaluation de 60 % de l'immobilier commercial estimée pour la France par la BCE¹⁷. Cela permet de disposer d'un scénario « stressé », avec une hypothèse de baisse deux fois plus sévère que celle du choc 2.

- 1. Choc 1 :** baisse de 15 % des prix pour l'ensemble du marché de l'immobilier commercial français (hors bureaux franciliens) et de 30% pour les bureaux en Île de France, en lien avec l'ajustement nécessaire pour rétablir la rentabilité locative (retour à la moyenne de long terme).
- 2. Choc 2 :** baisse de 30 % du prix des bureaux en Île de France, en lien avec la baisse constatée lors de la crise immobilière du début des années 1990 en France.
- 3. Choc 3 :** baisse de 60 % du prix des bureaux en Île de France comme choc le plus sévère.

¹⁴ On retient le critère de la rentabilité locative en elle-même, plutôt que celui du *spread* entre rentabilité locative et taux d'intérêt 10 ans, car elle donne une mesure intrinsèque de l'évolution des prix d'actifs par rapport au rendement qu'ils génèrent (le loyer net perçu), alors que le *spread* par rapport au taux 10 ans indique l'opportunité d'investissement dans un contexte spécifique de taux bas.

¹⁵ Source : MSCI.

¹⁶ En raisonnant en différentiel par rapport au premier choc il est possible de mesurer l'impact de la baisse du reste du marché de l'immobilier commercial.

¹⁷ ECB, Financial Stability Review, November 2015, page 45, chart 1.39.

B. Mise en œuvre des *stress tests*

Mise en œuvre des stress tests pour les banques

L'exercice a été réalisé par les cinq principaux groupes bancaires français couverts par l'enquête semestrielle du SGACPR sur le financement des professionnels de l'immobilier¹⁸. Les établissements ont simulé l'impact des trois chocs sur leurs portefeuilles via les probabilités de défaut (PD) et les pertes en cas de défaut (LGD). La mise en œuvre s'est déroulée de la manière suivante :

- Sur les portefeuilles Bureaux Île de France, qui concentrent une part réduite de leurs expositions¹⁹, les banques ont pu procéder à une analyse ligne à ligne des dossiers : pour chaque scénario, elles ont calculé la *loan-to-value* (LTV)²⁰ et l'*interest coverage ratio* (ICR)²¹ post-choc ; l'ICR reflète la capacité de l'emprunteur à honorer sa dette (considéré comme un *proxy* de la probabilité de défaut) tandis que la LTV identifie les expositions qui seraient insuffisamment couvertes par la valeur de l'actif post-choc (considérée comme un *proxy* de la perte en cas de défaut). Les banques ont ensuite examiné chaque dossier dont (i) la LTV stressée était supérieure à 95 % et (ii) l'ICR inférieur à 2,5 pour déterminer s'il devait être déclaré en défaut²².
- Sur les portefeuilles hors Bureaux Île de France, qui concentrent la majeure partie de leurs expositions, les banques ont directement modélisé les PD et LGD post-choc de chaque exposition. Les choix de modélisation des PD et LGD ont toutefois été contraints par les données disponibles : pour estimer les deux paramètres stressés, les banques ont ainsi mobilisé, selon les cas, leurs modèles internes ou leurs systèmes de notations (mise en défaut selon la note prenant en compte la LTV post-choc) ou ont encore eu recours aux *benchmarks* utilisés à l'occasion des *stress tests* EBA de 2016²³.

Mise en œuvre des stress tests pour les assurances

L'exercice a été réalisé par dix-neuf organismes d'assurance (les seize organismes vie ayant participé au *stress test* coordonné par l'EIOPA, représentant 75 % du marché et représentatif en termes de nature et de taille d'organisme²⁴, et les trois principaux organismes non-vie²⁵) et s'est déroulé selon deux approches :

- Une approche *bottom-up*, au terme de laquelle les organismes ont procédé à l'évaluation de l'impact des différents scénarios sur leurs fonds propres et, de façon optionnelle, sur leur capital de solvabilité requis (*Solvency capital requirement* ou SCR), en tenant compte de la capacité d'absorption des pertes par les provisions techniques et les impôts différés. La modélisation de l'impact d'un choc immobilier sur les actions et les obligations de sociétés foncières s'est fondée sur des hypothèses fournies par la Banque de France²⁶. Dans la majorité des cas, les organismes ont utilisé leurs outils de projections de passifs, validés par l'ACPR, pour établir le nouveau bilan prudentiel résultant de chaque scénario, de la même manière que dans le cadre des *reportings* prudentiels. Enfin, le recalcul (optionnel) du SCR a été le plus souvent réalisé avec la même méthode que celle utilisée pour établir

¹⁸ BNP Paribas, Société Générale, Groupe Crédit Agricole, BPCE, Groupe Crédit Mutuel.

¹⁹ Au 30 juin 2015, les bureaux en Île de France représentaient 20,3 % des expositions des banques françaises sur l'immobilier commercial dans l'Hexagone.

²⁰ $LTV' = LTV / (1 + \text{variation de prix})$. En l'absence d'hypothèse sur l'évolution des loyers, ces derniers ont été considérés comme non affectés.

²¹ Excédent Brut d'Exploitation - ou EBITDA - de l'emprunteur rapporté au montant annuel des intérêts de la dette, tous types d'emprunts confondus.

²² Notons d'ailleurs que pour sa méthodologie d'analyse du secteur immobilier commercial, Standard & Poor's considère que la limite d'ICR à 2,5 sépare les trois meilleures des trois moins bonnes notes en termes de levier. Voir "*Key Credit Factors for the Real Estate Industry*", Standard & Poor's Ratings Services, November 19, 2013.

²³ Dans ce cas, les PD et LGD stressés ont été obtenus en appliquant simplement aux PD et LGD d'origine un coefficient multiplicateur (*benchmark*) défini par l'EBA.

²⁴ La France Mutualiste, La Mondiale Partenaire, CNP Assurances, Allianz Vie, Predica, Sogecap, Cardif Assurance Vie, Groupama Gan Vie, ACMN Vie, Suravenir, Axa France Vie, Assurance du Crédit Mutuel Vie, Aviva Vie, Generali Vie et BPCE Vie.

²⁵ Groupama SA, Axa France IARD et Allianz IARD.

²⁶ Soit un facteur de 1,5 pour les actions de sociétés spécialisées dans l'immobilier (sociétés foncières, etc.) et de 0,7 pour les obligations de ces mêmes sociétés. Ainsi, une baisse des prix de l'immobilier de 30 % se traduirait par une baisse de 45 % pour les actions de foncières et de 21 % pour les obligations de foncières.

les *reportings* prudentiels²⁷, certains organismes ayant toutefois utilisé des *proxys*²⁸ qui ont été documentés dans leurs notices explicatives.

- Une approche *top-down*, au terme de laquelle l'ACPR s'est appuyée sur les informations communiquées par les organismes sur leurs placements immobiliers pour évaluer l'impact des différents scénarios. Contrairement à l'approche *bottom-up*, les pertes estimées sur les actifs immobiliers ont été intégralement imputées aux fonds propres des organismes (pas de prise en compte de mécanisme d'absorption des pertes).

Mise en œuvre des stress tests pour les fonds d'investissement

Les organismes de placement collectif investissant significativement dans l'immobilier sont principalement les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les organismes de placement collectif immobilier (OPCI). Les SCPI sont des fonds fermés et ne prennent donc pas l'engagement d'honorer des demandes de rachats en l'absence de souscriptions concomitantes : une baisse brutale des marchés immobiliers aurait certes pour effet de réduire la valeur des parts mais ne contraindrait pas les sociétés de gestion qui gèrent ces SCPI à céder à la hâte des actifs ou à enfreindre leurs obligations réglementaires ou contractuelles afin de servir les demandes de rachats en attente. La capitalisation nette totale des SCPI s'élevait à 43,5 Md€ à fin décembre 2016²⁹.

A l'inverse, les OPCI sont des véhicules ouverts. Ils s'adressent soit à des investisseurs professionnels soit à une clientèle de particuliers non professionnels.

- Les premiers, désignés sous l'acronyme OPPCI, emploient des mécanismes de limitation des rachats particulièrement contraignants afin de réduire à un niveau symbolique la part du passif sur laquelle peuvent porter les demandes de rachat. Ainsi, la quasi-totalité des OPPCI prévoient un mécanisme de blocage des demandes de rachats qui excèdent 0,1% de la valeur totale des actions ou parts. En contrepartie, ils affichent une durée de vie limitée à l'issue de laquelle la liquidation est prononcée. Ainsi, bien que juridiquement ouverts, les OPPCI ont un fonctionnement analogue à celui des fonds fermés et ne présentent pas de risque de liquidité en cas de chute des prix immobiliers. Leurs encours nets au 31 décembre 2016 s'élevaient à 38 Md€³⁰.
- Les OPCI ouverts aux investisseurs non professionnels, dits OPCI « grand public », ne peuvent limiter aussi drastiquement les demandes de rachats. Ainsi, une baisse brutale des marchés immobiliers accompagnée d'un flux massif de demandes de rachats pourrait remettre en cause leur capacité à fonctionner dans le respect des règles définies dans leur prospectus et les contraindre à céder plusieurs actifs immobiliers dans des conditions dictées par les circonstances. Actuellement au nombre de treize, leurs encours nets bénéficient d'une forte croissance et s'élèvent à 9,28 Md€ (dont 6,94 Md€ dans les deux principaux véhicules)³¹, soit une multiplication par plus de quatre depuis fin 2014.

Compte tenu des risques de liquidité identifiés, l'AMF a demandé à toutes les sociétés de gestion gérant des OPCI « grand public » de réaliser les *stress tests* proposés par la Banque de France. Les OPCI intégrés dans l'exercice étaient gérés par huit sociétés de gestion et concentraient 96,2 % des encours d'OPCI « grand public »³².

En cas de chute brutale des prix immobiliers, il est possible que les OPCI « grand public » aient à subir une décollecte massive. Par conséquent, les scénarios portant sur l'actif ont été complétés à l'initiative de l'AMF par les hypothèses suivantes :

- Chocs 1 et 2 : décollecte de 40 % du passif initial, répartie de manière linéaire sur deux mois. La décollecte débiterait sur la valeur liquidative qui subit le choc de valeur, c'est-à-dire la valeur d'une

²⁷ Réestimation puis agrégation des différents sous-modules et modules.

²⁸ Extrapolation du SCR obtenue à partir de résultats d'analyse en sensibilité menées en interne avec des scénarios différents.

²⁹ Source : Estimation ASPIM/IEIF.

³⁰ Source AMF.

³¹ Source AMF au 01/03/2017.

³² Sur les onze OPCI « grand public » actifs au moment du déroulement des *stress test*, seul un OPCI nouvellement constitué et principalement composé de liquidités n'a pas été inclus dans l'exercice. Cet OPCI était l'unique OPCI « grand public » de la société de gestion de portefeuille concernée.

part, généralement calculée de façon régulière (tous les quinze jours pour les fonds immobiliers ouverts).

- Choc 3 : décollecte de 50 % du passif initial répartie de la même manière que dans les autres scénarios.

Les hypothèses de décollecte sont inspirées de recommandations formulées par l'Association française des sociétés de placement immobilier (ASPIM)³³ lorsque l'AMF avait commencé à exiger des *stress tests* pour les agréments d'OPCI : l'ampleur de la décollecte (40 %) est analogue à l'hypothèse retenue par l'ASPIM mais concentré sur deux mois (contre un an pour l'ASPIM) pour correspondre au caractère brutal du choc immobilier. Pour le choc 3, le taux de décollecte a même été porté à 50 % sur deux mois.

Par ailleurs, la souscription de parts d'OPCI se fait souvent par l'intermédiaire d'un contrat d'assurance-vie en unités de comptes. La société d'assurance qui commercialise le contrat est donc le souscripteur du fonds. Si une chute des prix immobiliers peut inciter les titulaires des contrats d'assurance-vie à réduire leur exposition à l'OPCI, la société d'assurance est susceptible de conserver ses parts dans l'attente notamment de conditions de marché plus favorables et ainsi ne pas réagir immédiatement aux arbitrages ou rachats effectués sur le contrat d'assurance-vie.

Dans ces conditions, les hypothèses de décollecte retenues dans les *stress tests* semblent particulièrement conservatrices tant par leur ampleur que par leur caractère abrupt.

III. Résultats des exercices de *stress test*

A. Une exposition limitée des acteurs soumis aux *stress tests*

L'exposition des banques françaises au secteur de l'immobilier commercial (166,2 Md€ fin juin 2016 dont 97,4 Md€ en France) est faible par rapport à la taille du total de leur bilan (de l'ordre de 2,5 % à fin juin 2016 pour les expositions totales et 1,5 % pour les expositions françaises). Les achats d'immeubles par des investisseurs institutionnels ne faisant pas intervenir de levier, cette exposition des banques porte davantage sur des opérations de promotion, éventuellement des SIIC, avec des leviers maîtrisés (la LTV typique d'une foncière cotée est de 40 % - 45 %). Dans ces conditions, seule une chute générale des prix de forte ampleur aurait un impact sur les contreparties (défaut total ou partiel du détenteur).

De la même façon, les expositions des assureurs sont relativement contenues : en moyenne, à fin 2015, les placements immobiliers – hors contrats en unités de compte – représentaient 4,9 % du montant total des placements des organismes couverts par le stress test, dont 2,3 % pour les bureaux en Île de France. En outre, ces actifs sont détenus dans une logique de revenu récurrent : dans la mesure où le rendement est déterminé par le prix à l'achat et les loyers perçus, et non par les plus-values latentes, la baisse des prix ne donnerait aucune incitation particulière aux assureurs à revendre leurs actifs immobiliers tant que les loyers ne baissent pas.

Les fonds fermés (en pratique, la plupart des SCPI) et les foncières, qui sont gérées suivant une logique proche, sont très peu soumis au risque de liquidité dans la mesure où une cession de part ne peut s'effectuer que face à un investisseur souhaitant souscrire concomitamment : le risque de liquidité est porté par les porteurs de parts mais la baisse des prix n'entraîne pas de pression immédiate sur la vente des actifs immobiliers du fonds et les transactions de ces fonds resteraient largement opportunistes.

Les fonds ouverts (OPCI) sont les plus susceptibles de devoir vendre leurs actifs immobiliers en réponse à une baisse des prix : celle-ci risque de générer un phénomène de décollecte, les détenteurs préférant vendre leurs parts plutôt que de prendre le risque de faire une moins-value en cas de baisse prolongée des prix. En contrepartie de leur obligation d'honorer les demandes de rachats en cours de vie, les OPCIs ont la particularité de n'offrir qu'une exposition partielle aux marchés immobiliers, complétée par des investissements en instruments financiers. La part de l'actif immobilier doit *a minima* atteindre, 3 ans après le lancement du véhicule, 60 % de l'actif brut dont 51 % en actifs immobiliers physiques ou non

³³ Ces hypothèses de décollecte ne pouvant être fondées sur des antécédents observables (jeunesse des OPCIs et absence de crise immobilière récente), il est possible de se reposer sur une comparaison avec des exemples étrangers. Les fonds immobiliers ouverts allemands forment un marché mature de 184 Md€ fin décembre 2016 (source BCE) de fonds ayant des caractéristiques proches de celles des OPCIs. Or, depuis 1995, ces fonds n'ont jamais enregistré de décollecte annuelle massive, la plus importante étant de l'ordre de 8,7 % pour l'année 2006. Source BVI (*Bundesverband Investment*), l'association allemande des fonds d'investissement.

cotés. La part restante peut être notamment composée d'actions, d'obligations ou d'instruments du marché monétaire. L'actif financier des OPCI contient généralement une part importante d'actions ou d'obligations de foncières cotées qui offrent davantage de liquidité que l'immobilier physique ou non coté mais dont l'évolution n'est que partiellement corrélée avec celle des prix immobiliers. Enfin, les OPCI ont l'obligation de détenir des liquidités à hauteur de 5% de leur actif brut *a minima*.


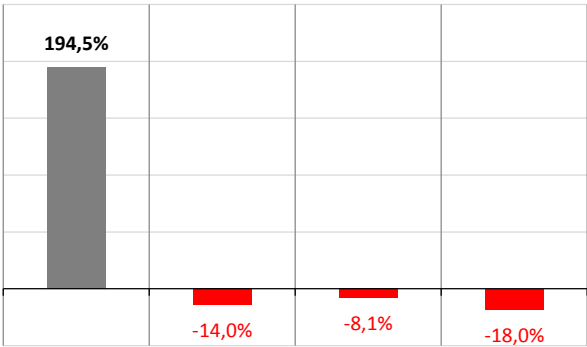
B. Les résultats des *stress tests* ne mettent pas en évidence de risques de nature systémique sur le marché de l'immobilier commercial

Les résultats des *stress tests* conduits par l'ACPR et l'AMF sur la base des trois chocs suggèrent que les effets de ces différents risques resteraient, à l'échelle du secteur financier français dans son ensemble, assez limités et n'auraient *a priori* pas de conséquences directes de nature systémique :

- dans le secteur bancaire, l'impact des *stress tests* sur la solvabilité des établissements serait dans l'ensemble très faible, en cohérence avec la part réduite des expositions à l'immobilier commercial dans leurs bilans : l'impact moyen sur le ratio de capital réglementaire CET1 d'un choc à la baisse des prix de 15 % de l'immobilier commercial et de 30 % des bureaux en Île de France – qui représente la configuration la plus défavorable pour les banques – serait en effet limité à 2 à 3 points de base des actifs pondérés en risque ;
- dans le secteur de l'assurance, seul un organisme présenterait une légère insuffisance de fonds propres (ratio de 99,3%) dans l'hypothèse d'une baisse des prix de 60 % de l'immobilier de bureau en Île de France, le plus sévère pour les assureurs (cet organisme affiche avant *stress* le ratio de couverture du capital de solvabilité requis (SCR) le plus faible de l'échantillon ainsi qu'une exposition relativement plus importante que la moyenne à l'immobilier) ;
- pour les fonds ouverts (OPCI), les *stress tests* (qui combinent aux hypothèses standards sur les prix une hypothèse de forte décollecte) suggèrent que la capacité des OPCI à servir les demandes de rachats n'est pas remise en cause, mais font apparaître que les exigences de liquidité (ratio minimal) pourraient devenir contraignantes pour certains fonds pendant quelques mois. Parmi ces fonds, certains pourraient ne pas respecter non plus les exigences de diversification (ratio de détention maximal d'actifs immobiliers physiques ou non cotés)³⁴.

³⁴ Il convient cependant de noter que certains OPCI peuvent être plus sujets que d'autres à des bris de ratios, non pas en raison d'une plus grande vulnérabilité à l'évolution des marchés mais dans la mesure où ils s'imposent des contraintes d'investissement plus strictes que leurs concurrents.

Annexe 1 : Synthèse des résultats du stress test par type d'acteurs

Banques	Assureurs	OPCI																								
<p>Impact moyen faible sur le ratio de capital réglementaire CET1 (0,2 à 2,4 pb) selon les scénarii.</p> <p>Impact des trois scénarios sur le ratio CET1 des banques de l'échantillon</p>  <table border="1" data-bbox="159 1042 743 1086"> <tr> <td>12,8330%</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>-0,0242%</td> <td>-0,0024%</td> <td>-0,0129%</td> </tr> </table> <table border="1" data-bbox="159 1098 743 1150"> <tr> <td>Moyenne au 31/12/2015</td> <td>Impact moyen scénario 1</td> <td>Impact moyen scénario 2</td> <td>Impact moyen scénario 3</td> </tr> </table>	12,8330%					-0,0242%	-0,0024%	-0,0129%	Moyenne au 31/12/2015	Impact moyen scénario 1	Impact moyen scénario 2	Impact moyen scénario 3	<p>Impact moyen plus marqué et variable sur les ratios de couverture du SCR</p> <p>Seul un assureur affiche un ratio de couverture de son SCR très légèrement inférieur à 100 % dans le scénario 3.</p> <p>Impact des trois scénarios sur le ratio de couverture des organismes de l'échantillon</p>  <table border="1" data-bbox="837 1042 1422 1086"> <tr> <td>194,5%</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>-14,0%</td> <td>-8,1%</td> <td>-18,0%</td> </tr> </table> <table border="1" data-bbox="837 1098 1422 1150"> <tr> <td>Moyenne au 31/12/2015</td> <td>Impact moyen scénario 1</td> <td>Impact moyen scénario 2</td> <td>Impact moyen scénario 3</td> </tr> </table> <p>NB : l'impact est mesuré pour les seuls organismes qui ont recalculé leur SCR (12 sur 18).</p>	194,5%					-14,0%	-8,1%	-18,0%	Moyenne au 31/12/2015	Impact moyen scénario 1	Impact moyen scénario 2	Impact moyen scénario 3	<p>Capacité maintenue des OPCI à servir les demandes de rachats simulées.</p> <p>Exigences de liquidité (ratio minimal) contraignantes pour certains fonds pendant quelques mois.</p> <p>Des contraintes sur les exigences de diversification (ratio de détention maximal d'actifs immobiliers physiques ou non cotés)</p> <p>Ces impacts sont communs aux trois scénarios bien que le dernier d'entre eux mette à plus rude épreuve l'ensemble des OPCI testés.</p>
12,8330%																										
	-0,0242%	-0,0024%	-0,0129%																							
Moyenne au 31/12/2015	Impact moyen scénario 1	Impact moyen scénario 2	Impact moyen scénario 3																							
194,5%																										
	-14,0%	-8,1%	-18,0%																							
Moyenne au 31/12/2015	Impact moyen scénario 1	Impact moyen scénario 2	Impact moyen scénario 3																							

Annexe 2 - Impact du choix méthodologique sur le type de scénarios envisageable

Trois types d'exercices ont été envisagés pour mesurer l'impact d'un choc sur le marché de l'immobilier commercial.

Stress test bottom-up de type EBA

Une approche de ce type implique :

- de définir un (des) scénario(s) complet(s) sur plusieurs variables macro-financières et un horizon donné conditionnel à un choc sur le marché de l'immobilier commercial ;
- de définir une méthodologie pour les exercices (cf. méthodologie EBA) ;
- de demander aux banques, aux assurances et aux fonds de réaliser les exercices de *stress test*.

Stress test top-down

Une approche de ce type implique :

- de définir un (des) scénario(s) complet(s) sur plusieurs variables macro-financières et un horizon donné conditionnel à un choc sur le marché de l'immobilier commercial ;
- de définir une méthodologie pour les exercices de *stress tests* ;
- de réaliser les exercices de *stress tests* en interne au sein des superviseurs concernés.

Une approche en sensibilité de type OIS

Une approche de ce type implique :

- de définir un (des) scénario(s) adverse(s) pour l'indice des prix de l'immobilier commercial ;
- de monter un *reporting* explicite pour l'immobilier commercial définissant quelles expositions sont à considérer afin de les recenser précisément (ainsi que les métriques de risques correspondantes) pour les différents acteurs (banques, assurances et fonds) et de contrôler la bonne exécution du *stress test* ;
- de demander aux établissements d'appliquer à ces expositions les chocs définis par la Banque de France et de contrôler les remises.

Une mise en œuvre différente, un choix adapté à l'objectif

Selon l'approche retenue, le type de scénario est différent. Dans les options 1 et 2, il est nécessaire de définir un scénario pour plusieurs variables macro-économiques. Dans l'option 3, il faut surtout étayer la nature et la taille des chocs dans le secteur de l'immobilier commercial.

Pour permettre davantage de réactivité et établir un dialogue sensibilisateur avec les acteurs, la 3^e option a été retenue. Elle permet en particulier d'avoir une base de travail plus flexible de demandes *ad hoc* d'analyse en sensibilité par le HCSF, au-delà du cas de l'immobilier commercial. Elle facilite aussi la communication avec les banques et les assureurs qui étaient en plein exercice réglementaire de *stress tests* EBA/ EIOPA.

Les deux premières options auraient permis de considérer un scénario adverse caractérisé par une description riche des canaux de transmission du choc sur le marché de l'immobilier commercial, mais la complexité de l'analyse aurait entraîné un aléa de modélisation plus grand, avec les risques d'erreur

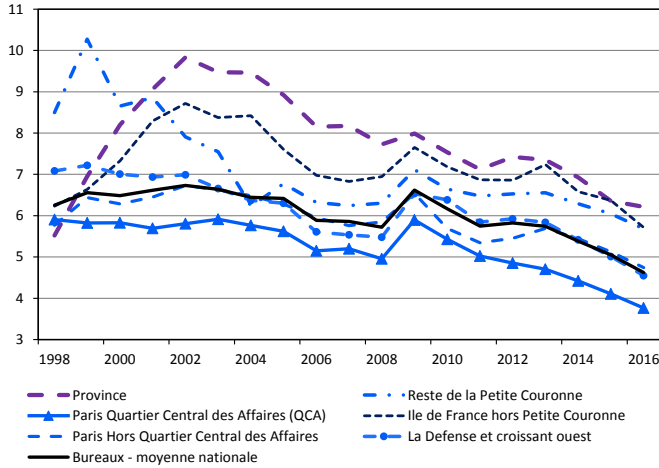
associés (le lien entre les variables macroéconomiques et l'immobilier commercial n'étant pas évident), et aurait donné des résultats plus difficiles à interpréter.

La 1^{ère} option aurait pu être jugée excessivement lourde pour les banques et assureurs dans un contexte de production des résultats de *stress testing bottom-up* dans le cadre des exercices européens 2016 de *stress testing* de l'EBA et de l'EIOPA.

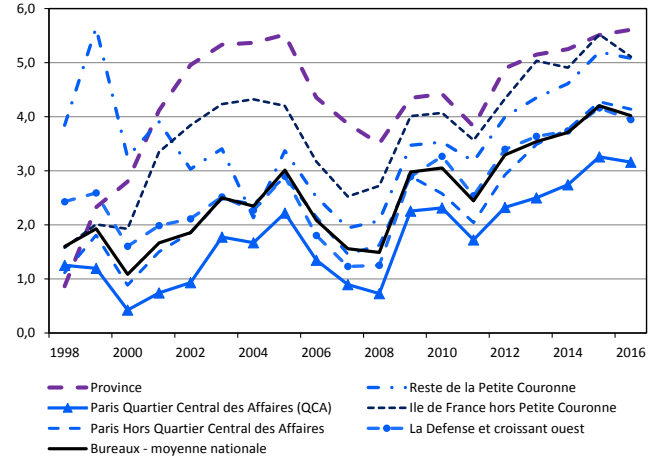
La 2^e option se base sur des outils de *stress testing* qui ont été pensés pour des exercices internes d'analyse des risques (ou de *backtesting*) et ne constituent pas des outils institutionnels du point de vue des banques, qui recourent soit à des exercices de *stress testing* type EBA (option 1), soit à des exercices de type QIS (option 3).

Annexe 3 : Rentabilités locatives et estimation de l'écart de prix nécessaire au rétablissement de la rentabilité locative moyenne (champ : immobilier commercial de bureaux)³⁵

Rentabilités locatives (%)



Ecart rentabilité locative – OAT 10 ans (%)



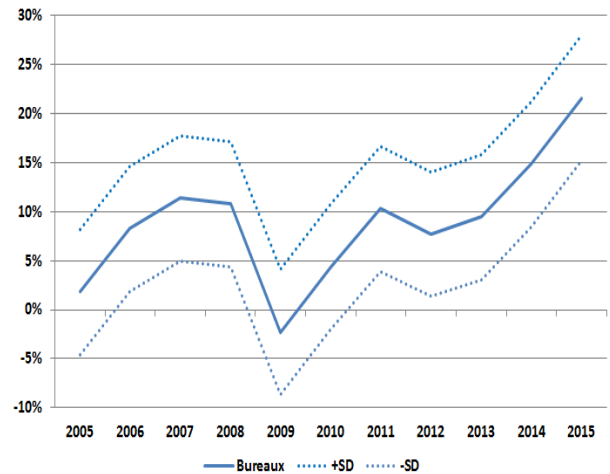
Source : MSCI, données à périmètre constant

Estimation de la correction de prix nécessaire au rétablissement de la rentabilité locative moyenne (en %)

Ensemble de l'immobilier commercial

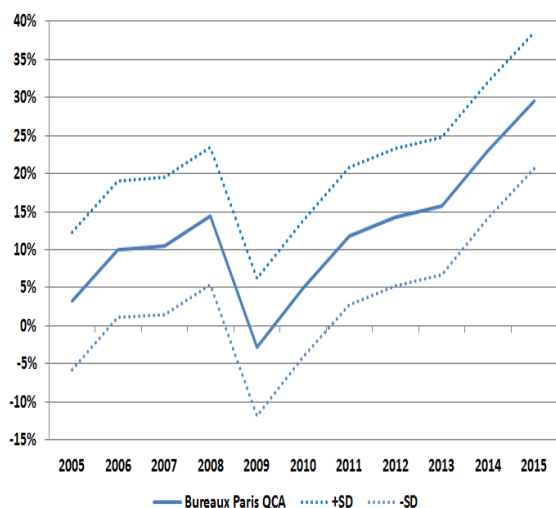


Ensemble des bureaux

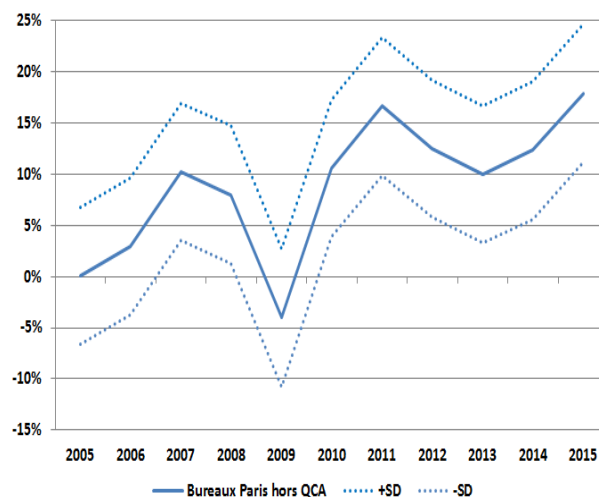


³⁵ En juillet 2016, MSCI a changé la méthodologie de construction de ses indices, ce qui a pu conduire à des modifications dans les graphiques de la note du HCSF d'avril 2016. Toutefois, l'évaluation des rentabilités locatives et la mesure de l'écart de prix nécessaire au rétablissement de la rentabilité locative moyenne sont très faiblement affectées ; le diagnostic d'avril 2016 n'est donc pas remis en cause.

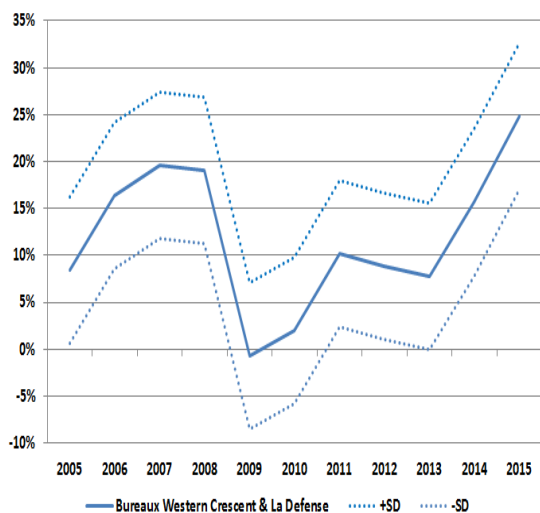
Bureaux Paris QCA



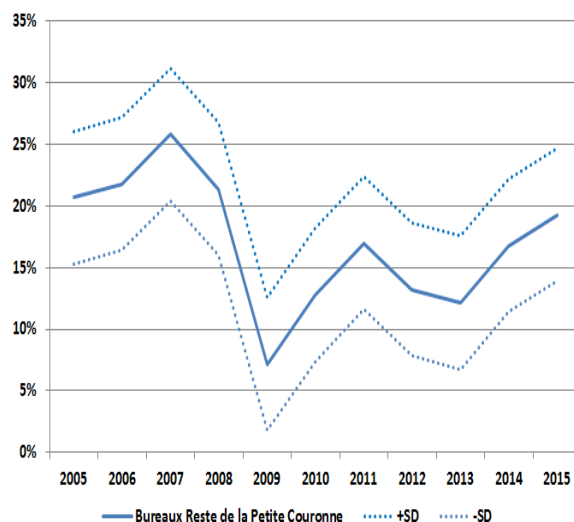
Bureaux Paris, hors QCA



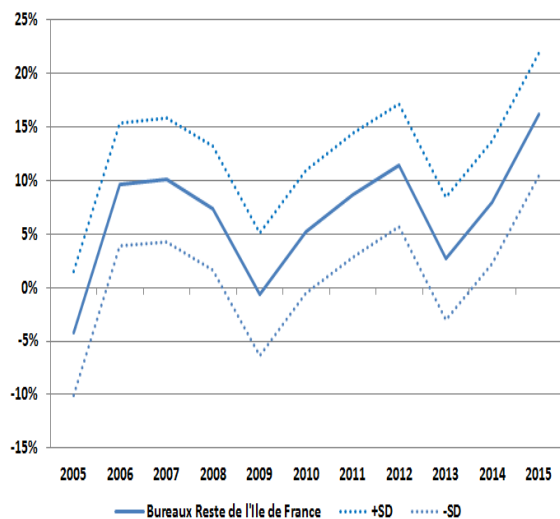
Bureaux, Croissant Ouest et la Défense



Bureaux, Reste de la Petite Couronne



Bureaux, Reste de l'Ile de France



Source : MSCI, données à périmètre constant