

NOTE

Synthèse des réponses des professionnels de l'immobilier reçues en retour à la consultation du HCSF du 15 avril 2016¹

À la suite du diagnostic publié par le Haut Conseil de stabilité financière le 15 avril 2016 portant sur l'analyse du marché de l'immobilier commercial, sept organismes² représentant les professionnels de l'immobilier ont transmis au HCSF leurs remarques relatives au diagnostic présenté.

Cette note recense les principaux points d'attention mis en avant dans le cadre de cette consultation et formule quelques commentaires complémentaires en réponse.

1. Données de valeurs vénales et contrôle des effets de composition³

1. Argument mis en avant par les répondants

Les données de prix, ou plus précisément de valeur vénale⁴, utilisées par le HCSF, provenant de MSCI, sont calculées à partir d'une moyenne sur l'ensemble de l'échantillon des portefeuilles d'investisseurs détenus par MSCI à chaque date. Ces données reflètent donc à la fois l'évolution de la valorisation des actifs détenus par les investisseurs et les changements de composition du portefeuille des investisseurs sur la période. Elles sont donc sensibles à des effets de composition liés à des entrées/sorties d'actifs des portefeuilles des investisseurs (acquisitions, ventes ou développements), ou à des entrées/sorties de portefeuilles immobiliers d'investisseurs déclarés auprès de MSCI. Globalement, ces effets de composition semblent avoir joué dans le sens d'une progressive amélioration de la qualité des biens inclus dans l'échantillon global et donc, *a priori*, une surestimation de la hausse des valeurs vénales à l'échelle du marché. Afin de ne pas biaiser la perception des valeurs vénales au m², il est donc recommandé d'utiliser des données dites à « périmètre constant »⁵ permettant de contrôler, au moins en partie, les effets de changement de composition de l'échantillon.

2. Éléments de réponse

Cette remarque méthodologique est pertinente. Après la publication du rapport sur l'immobilier commercial, MSCI a fourni au secrétariat du HCSF des données à périmètre constant. Avec cet ajustement méthodologique, la hausse des valeurs vénales depuis le début des années 2000 est globalement adoucie. Cependant, le constat d'une hausse continue des valeurs vénales en dépit de la baisse de la rentabilité locative n'est pas remis en cause.

¹ Cette note a été préparée par Thomas Ferrière, Thomas Guérin, Ramona Jimborean et Antoine Lalliard (Banque de France) et Laura Berthet (Direction générale du Trésor).

² Les répondants ont été la Fédération des sociétés immobilières et foncières (FSIF), l'Association française de l'Assurance (AFA), la Fédération bancaire française (FBF), l'Institut du financement des professionnels de l'immobilier (IFPimm), MSCI, l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF) ainsi que l'Observatoire régional de l'immobilier d'entreprise (ORIE) en Ile-de-France.

³ La grande majorité des organismes répondants (dont notamment MSCI, FSIF, IEIF) ont soulevé cette remarque d'ordre méthodologique.

⁴ Les valeurs vénales reposent sur l'évaluation d'experts, et sont à distinguer des prix observés sur les transactions réalisées.

⁵ L'évolution des valorisations est approximée par la variation de la valeur vénale des actifs présents au portefeuille des investisseurs d'une année sur l'autre (périmètre de l'échantillon constant sur une paire d'années). L'indicateur est ainsi construit en excluant les opérations de transaction (entrées/sorties de l'échantillon) et de développement (changement de valeur intrinsèque du bien).

Par ailleurs, s'il apporte un éclairage complémentaire, cet indicateur, construit sur un échantillon réduit, ne peut refléter parfaitement l'évolution des valeurs vénales des actifs à l'échelle du marché dans son ensemble. Il doit donc aussi être appréhendé avec vigilance. De ce point de vue, l'absence d'information exhaustive reste une limite pour le diagnostic.

2. **Prise en compte du contexte de taux bas⁶**

1. Argument mis en avant par les répondants

Le HCSF met en avant la baisse de la rentabilité locative. Toutefois, celle-ci doit s'apprécier au regard du contexte de baisse globale de rendement de l'ensemble des actifs dans l'environnement actuel de taux bas. Les répondants suggèrent d'intégrer davantage à l'analyse de la valorisation du marché une approche par la prime de risque, définie pour les actifs de l'immobilier commercial comme l'écart de rendement entre la rentabilité locative et un taux de référence (par exemple, le rendement d'une obligation d'État à 10 ans). Cette prime de risque représente un indicateur de la rémunération du risque exigée par les investisseurs pour l'acquisition de cet actif par rapport à un actif sans risque et joue un rôle central dans les stratégies d'allocation d'actifs des investisseurs.

Actuellement, la prime de risque est relativement élevée en comparaison historique, notamment sur certains segments comme les bureaux de Paris QCA, ce qui limite les inquiétudes sur la baisse du niveau de la rentabilité locative et tranche avec la période critique de compression de la prime de risque de 2007 annonciatrice d'un retournement de cycle.

Par ailleurs, la prime de risque de l'immobilier commercial peut certes diminuer en cas de remontée des taux, mais alors :

- la prime de risque est actuellement élevée et offre une capacité substantielle « d'absorption » de la hausse des taux ;
- les annonces de la banque centrale font état d'une remontée lente et progressive des taux si elle a lieu, ce qui laisse un temps d'adaptation du rendement locatif ;
- une remontée des taux qui interviendrait dans un contexte macroéconomique plus favorable s'accompagnerait probablement d'un ajustement des loyers (à la hausse).

2. Éléments de réponse

L'écart de la rentabilité locative par rapport au taux souverain était présenté dans la note du HCSF. L'analyse en termes de « prime de risque » a du sens à court-terme et participe au diagnostic d'une absence de risque financier immédiat. Toutefois, à long-terme et dans une hypothèse de remontée des taux, un rétablissement progressif de la rentabilité locative serait nécessaire et pourrait impliquer une hausse des loyers ou une baisse de la valeur vénale (augmentant donc, dans cette hypothèse, le risque en capital).

Par ailleurs, le niveau actuellement relativement élevé de l'écart de rentabilité entre les actifs de l'immobilier commercial et des actifs sans risque a accru l'appétit des investisseurs pour cette classe d'actifs et peut faire craindre un emballement du marché⁷.

Enfin, s'agissant du contexte macroéconomique d'une possible remontée des taux, plusieurs scénarios sont effectivement possibles. Une amélioration sensible de la situation économique conduisant à une hausse du taux directeur peut aller de pair avec un ajustement du marché par les loyers mais d'autres circonstances moins favorables peuvent conduire à ce que l'ajustement passe plutôt par les prix.

⁶ L'argument relatif à l'intégration de la prime de risque dans la valorisation des actifs a été avancé par la quasi-totalité des répondants (FSIF, FBF, MSCI, IEIF, IFPImm).

⁷ Cf. rapport annuel 2016 du HCSF (chapitre 4, section B).

D'une manière générale, les éléments apportés par l'approche par l'analyse de la prime de risque restent cohérents avec le diagnostic établi par le HCSF et justifient sa surveillance du marché de l'immobilier commercial dans une perspective de moyen terme.

3. Prise en compte des plus-values en capital dans la rentabilité⁸

1. Argument mis en avant par les répondants

Le calcul de la rentabilité ne devrait pas se limiter à la rentabilité locative (approchée à partir du ratio du loyer sur la valeur vénale), mais également intégrer les plus-en-value latentes ou anticipées du capital. En prenant en compte ces éléments, la rentabilité de l'immobilier commercial est bien supérieure à celle qu'observe le HCSF.

2. Éléments de réponse

S'agissant d'évaluer les risques potentiellement présents dans le marché (notamment ceux liés à une éventuelle surestimation des valeurs vénales), il ne semble pas pertinent de prendre en compte des plus-values de capital (latentes ou anticipées) qui, implicitement, repose sur une trajectoire particulière de prix futurs.

4. Nécessité d'une étude comparative entre Paris et Londres⁹

1. Argument mis en avant par les répondants

Le HCSF ne propose pas de comparaison approfondie entre les marchés de l'immobilier commercial de Paris et de Londres. Il s'agit pourtant de deux marchés relativement similaires, difficilement comparables de par leurs caractéristiques aux autres métropoles européennes, et pour lesquels les investisseurs affichent un fort appétit. Relativement au marché londonien les bureaux à Paris QCA ne semblent pas surévalués.

2. Éléments de réponse

Cette comparaison est pertinente et a permis de compléter l'analyse du HCSF. Le rapport annuel du HCSF propose à ce titre une comparaison plus approfondie entre les marchés de bureaux à Paris et dans les autres grandes villes européennes, en particulier Londres¹⁰.

Toutefois, l'argument d'une rentabilité locative plus basse à Londres qu'à Paris peut signifier une surévaluation des prix plus marquée à Londres qu'à Paris sans apporter de confort sur la situation propre du marché parisien. Le scénario de stress test réalisé début 2016 par la Banque d'Angleterre comprend d'ailleurs une baisse de 42 % des valeurs vénales de l'immobilier commercial au Royaume-Uni.

5. Niveau relativement bas des taux de vacances¹¹

1. Argument mis en avant par les répondants

Le taux de vacances de l'immobilier de bureaux en 2016 n'est pas élevé en comparaison internationale et évolue en légère baisse.

2. Éléments de réponse

Concernant le taux de vacances dans le secteur des bureaux d'Ile-de-France, il convient de distinguer, comme le fait la note du HCSF, d'une part Paris QCA où le taux de vacances est faible (entre 4 % et

⁸ La prise en compte des plus-values en capital dans le calcul de la rentabilité est suggérée par MSCI.

⁹ La FSIF, l'AFA, MSCI, l'IEIF et l'IFPImm ont mis en avant l'intérêt d'intégrer la comparaison entre Paris et Londres à l'analyse.

¹⁰ Les données nécessaires ont été fournies au secrétariat du HCSF après la publication du diagnostic sur l'immobilier commercial mi-avril.

¹¹ Cet élément est avancé par la FSIF.

5 %), ce qui modère effectivement les risques liés à la faible rentabilité locative, et d'autre part les autres secteurs où les taux de vacances peuvent être supérieurs à 12 % (Croissant Ouest par exemple). Si le niveau global actuel du taux de vacances n'est pas nécessairement problématique, les évolutions par secteur géographique sont à surveiller.

6. Comportements prudents et transparents des professionnels de l'immobilier¹²

1. Argument mis en avant par les répondants

Les acteurs du marché de l'immobilier commercial sont matures en matière de suivi des risques. Ils ne décèlent pas d'activités excessivement risquées de la part des professionnels de l'immobilier et mettent en avant une gestion prudente de leur part (par exemple avec des LTV modérés, i.e. une part du financement en dette souvent inférieur à 60 % de la valeur du bien acquis). L'exposition des banques et des assureurs à l'immobilier commercial est considérée comme faible. De plus, la transparence du marché s'améliore.

2. Éléments de réponse

Dans son analyse, le HSCF ne porte pas de jugement sur le caractère supposé prudent et transparent de l'activité des professionnels. Des exercices de stress tests seront conduits pour évaluer le degré de résilience des principaux acteurs à des scénarios défavorables sur le marché de l'immobilier commercial. Par ailleurs, si les travaux du secrétariat et les réponses reçues dans le cadre de la consultation ont permis des progrès en matière de données, la bonne connaissance statistique du marché (dans son ensemble et à un niveau suffisant de détails selon les segments d'activité et la localisation) reste un enjeu identifié.

7. Nécessité d'une concertation régulière¹³

1. Argument mis en avant par les répondants

La création d'une instance de concertation entre les acteurs et les autorités est proposée afin d'améliorer le suivi du marché de l'immobilier commercial français.

2. Éléments de réponse

Le HCSF soutient cette proposition.

¹² L'argument est avancé par la FBF, l'AFA, l'IEIF, l'IFPIImm et la FSIF.

¹³ Cette proposition est formulée par l'IEIF.