



Immobilier commercial : un risque de bulle financière ?

Depuis plusieurs années, les prix de l'immobilier commercial progressent à un rythme soutenu. En France, en particulier, les prix ont désormais dépassé leur niveau antérieur à la crise de 2008.

Ces valorisations élevées semblent cependant cohérentes avec les fondamentaux économiques, si l'on tient compte de l'environnement de taux d'intérêt ainsi que de l'étroitesse de l'offre au regard de la demande sur certains segments de marché. Pour autant, ces fondamentaux sont actuellement éloignés de leurs valeurs historiques. Il existe donc un risque de correction des prix à la baisse en cas de remontée soudaine des taux d'intérêt ou de dégradation des perspectives économiques.

Les conséquences systémiques d'un tel retournement devraient toutefois rester limitées, dans la mesure où l'immobilier commercial représente une faible part des expositions des institutions financières. En revanche, on ne peut exclure un impact sur les entreprises et dans une moindre mesure, sur les ménages, par effet de contagion.

Jérôme COFFINET

Direction générale des Statistiques

Thomas FERRIÈRE et Dorian HENRICOT

Direction générale de la Stabilité financière et des Opérations

Codes JEL
E58, G12,
R33

+ 3,7 %

la croissance des prix nominaux de l'immobilier commercial en France tous segments confondus en 2017 (contre + 1,2% pour les prix à la consommation et + 2,3% pour l'immobilier résidentiel sur la même période)

6 500 euros/m²

le prix des bureaux en 2017 en France et jusqu'à 13 800 euros/m² pour le quartier central des affaires de Paris

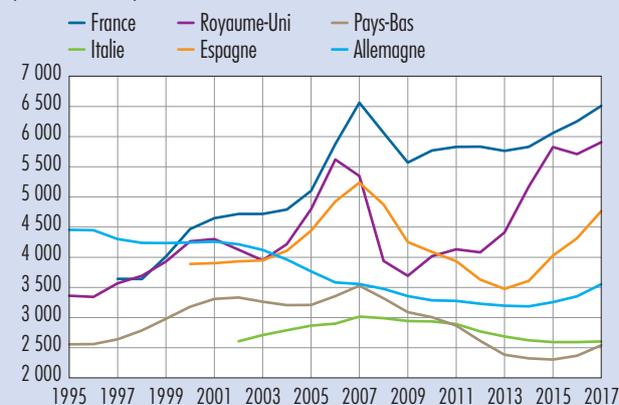
4,3 %

la rentabilité locative moyenne du secteur en 2017, contre 5,6% en moyenne historique depuis 1998

- 9 %

l'impact potentiel sur les prix de bureaux en France à dix trimestres d'une hausse instantanée permanente des taux d'intérêt de 100 points de base

Évolution des prix sur l'ensemble du segment des bureaux par pays (en euros/m²)



Source : MSCI.



Depuis plusieurs années, les prix de l'immobilier commercial progressent à un rythme soutenu. L'environnement de taux bas a en effet stimulé l'attractivité relative du couple rendement-risque de ces actifs par rapport aux placements obligataires, ce qui a entraîné une forte augmentation du volume des transactions. En France, la situation est particulièrement marquée puisque les prix y connaissent une croissance continue depuis 2009 et ont désormais dépassé leur niveau antérieur à la crise, notamment sur le secteur des bureaux (cf. graphique 1). Cette situation conduit à s'interroger sur l'existence d'une surévaluation des prix de l'immobilier commercial, et à son impact sur la stabilité financière.

1 La formation des prix de l'immobilier commercial

Qu'est-ce que l'immobilier commercial ?

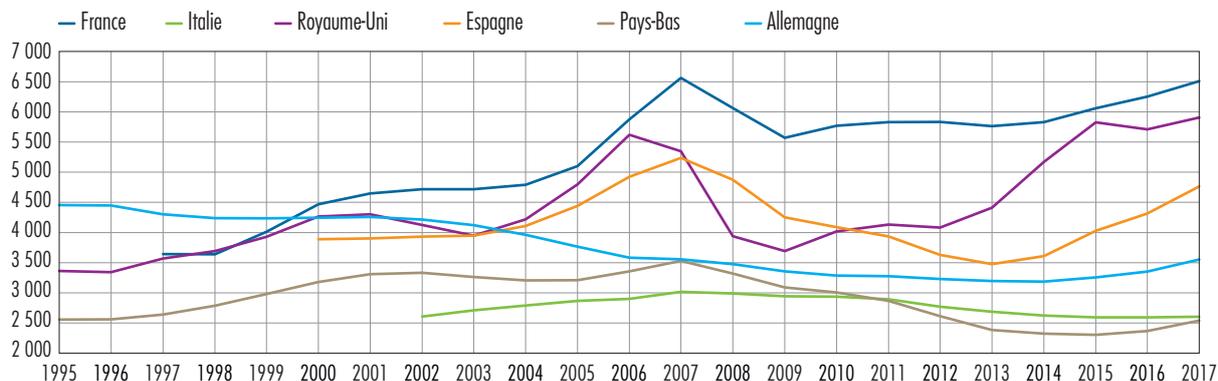
L'immobilier commercial désigne ici l'ensemble des biens immobiliers détenus par des acteurs professionnels

qui n'en sont pas les occupants et qui en retirent un revenu à titre habituel¹. Il s'agit donc du parc immobilier détenu par des investisseurs institutionnels (assurances, fonds d'investissement), en cours de développement ou déjà construit, et généralement destiné à être loué² par la suite à des entreprises ou des ménages. Cette définition de l'immobilier commercial par type de détenteur recouvre ainsi une large variété d'actifs regroupant de l'immobilier d'entreprise (centres commerciaux, petits commerces, bureaux, entrepôts, etc.) ou encore des immeubles résidentiels.

En France, ce marché représente environ 330 milliards d'euros d'actifs³ pour un volume de transactions annuel de 27 milliards⁴ en 2017 – à mettre en perspective avec environ 200 milliards d'achats de logements neufs et anciens par les ménages sur la même période. Il s'agit donc d'un sous-ensemble assez limité du marché immobilier, mais particulièrement internationalisé (29 % des achats réalisés par des non-résidents⁵).

G1 Évolution des prix sur l'ensemble du segment des bureaux par pays

(en euros/m²)



Source : MSCI.

1 La définition retenue ici est celle de l'European Systemic Risk Board (ESRB) (Conseil européen du risque systémique) dans sa recommandation ESRB/2016/14 : « commercial real estate means any income-producing real estate, either existing or under development, and excludes : social housing, property owned by end-users and buy-to-let housing ».

2 La définition de l'ESRB exclut la promotion immobilière (donc la plupart des biens destinés à la vente) du champ de l'immobilier commercial, néanmoins un immeuble qui serait pré-commercialisé par un promoteur (c'est-à-dire vendu avant que la construction soit terminée) en ferait partie.

3 Source : Association française des sociétés de placement immobilier, fin 2016.

4 Les transactions relevant du champ de l'immobilier commercial correspondent à l'achat de biens immobiliers par des investisseurs institutionnels. Ce montant, parfois qualifié d'« investissement » ne doit pas être confondu avec les investissements correspondant à la construction de nouveaux immeubles ou à des rénovations. Source : BNP Paribas Real Estate (ce chiffre exclut l'immobilier commercial résidentiel).

5 Source : Jones Lang LaSalle. Selon les données des notaires, sur la période 2005-2015, les transactions réalisées sur le marché des logements anciens par des acquéreurs étrangers en France métropolitaine représentent 6,4% du total.



ENCADRÉ 1

L'immobilier commercial : un actif réel nécessaire à l'activité des entreprises et une source de rendement pour les investisseurs

L'immobilier commercial est à la fois un actif productif pour ses occupants et un investissement générateur d'un rendement pour ses propriétaires. Ainsi, pour comprendre les mécanismes de formation des prix, il faut prendre en compte les interactions entre le marché locatif et le marché de l'investissement, mais aussi les liens entre les dynamiques de prix à court terme et la réaction de l'offre à long terme (DiPasquale et Wheaton, 1992).

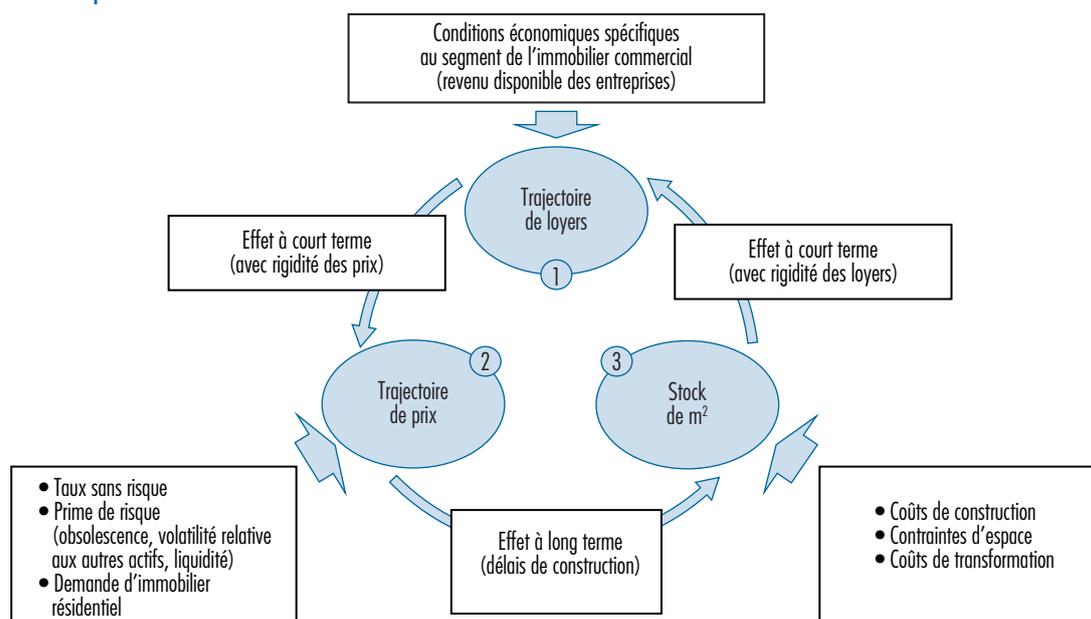
1) À localisation et usage donnés, le loyer d'un bien immobilier est déterminé sur le marché locatif par la confrontation de l'offre et de la demande d'espaces. Par extension, les anticipations de loyers futurs sont également formées en fonction des anticipations d'offre et de demande. Du fait de rigidités liées aux pratiques et à la structure du marché (durée des baux, pouvoir de négociation des locataires en place), les loyers peuvent mettre du temps à s'ajuster.

2) Le prix sur le marché de l'investissement reflète la somme des loyers anticipés, actualisée par un taux de capitalisation (également dénommé rentabilité locative) correspondant à la somme d'un taux sans risque et d'une prime de risque (voir formule ci-dessous). La prime de risque dépend à son tour des risques associés aux futurs flux de revenus (risque de vacance et risque d'obsolescence des locaux, volatilité des prix, liquidité des actifs) et de l'aversion pour le risque des investisseurs.

$$\text{Prix} = \sum_t \frac{\text{loyer}_t}{(1+r)^t}$$

3) Enfin, si, à court terme, l'offre est rigide du fait de délais de construction et des contraintes d'espace, à plus long terme, l'évolution des prix influence le volume de construction et l'offre d'espaces, donc les loyers.

La formation des prix de l'immobilier commercial





Des segments de marché soumis à différents mécanismes sous-jacents

L'immobilier commercial regroupe un ensemble de biens qui ne sont pas complètement substituables en fonction de leur destination ou usage. Par exemple, un mètre carré de surface logistique en périphérie ne remplit pas la même fonction qu'un commerce de proximité en centre-ville qui n'est lui-même pas équivalent à un plateau de bureaux. Par conséquent, les déterminants des loyers sont susceptibles de différer sur chacun de ces segments.

- **La demande de bureaux** dépend du niveau d'emploi, notamment celui du secteur tertiaire, ainsi que de la « productivité » des bureaux et des changements structurels de mode de travail tels que les environnements de travail dynamique ou le télétravail (avec des effets mixtes possibles ; par exemple le télétravail va souvent de pair avec la création d'espaces de convivialité et de fonctionnalités logistiques plus modernes, de sorte qu'il n'en résulte pas nécessairement une économie des coûts immobiliers pour l'entreprise).
- **La demande de locaux commerciaux** dépend de la consommation des ménages, mais aussi de mutations structurelles telles que l'évolution des modes d'achats (achats en ligne, centre-ville *versus* périphérie).
- **La demande de locaux industriels** dépend de la production industrielle mais aussi des modes de consommation (développement du commerce en ligne et donc de

surfaces de logistique au détriment du commerce de détail).

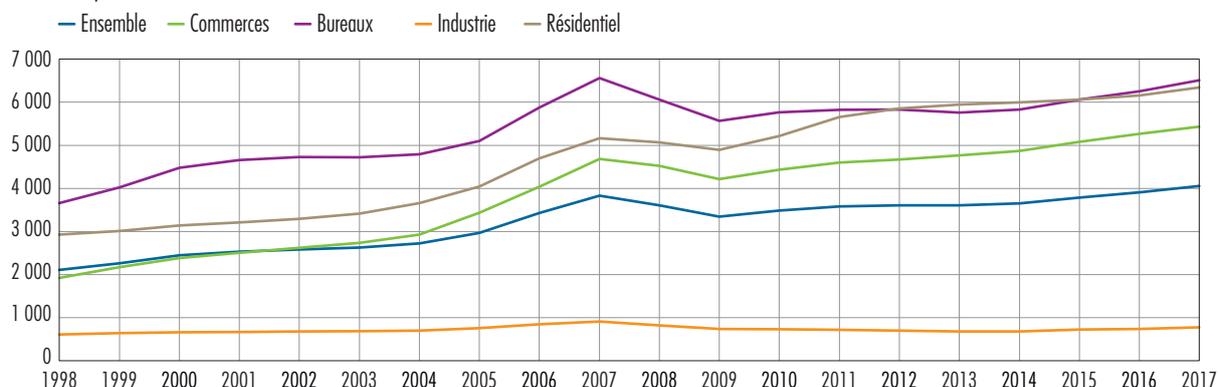
- **La demande de logements résidentiels** (gérés par des professionnels) dépend des revenus disponibles des ménages et de facteurs démographiques comme la taille des foyers et sera très influencée par les arbitrages avec d'autres modes de logement (propriétaires occupants, offre locative de particuliers).

Ces différents segments de marché ne comportent pas les mêmes risques. Par exemple, le risque d'obsolescence est plus élevé sur certains segments du petit commerce du fait de l'évolution des modes de consommation et de l'émergence de la vente en ligne. Pour les bureaux, il existe un risque spécifique lié à la transformation des métropoles, la congestion des transports et l'évolution des habitudes de mobilité.

Ainsi, les prix varient selon les types de biens et leur localisation (cf. graphique 2), atteignant en France 6 500 euros/m² pour les bureaux, 5 400 euros/m² pour le commerce, et 800 euros/m² pour les locaux industriels). Les bureaux se situent souvent dans des zones urbaines et coûteuses, tandis que les locaux industriels s'implantent en périphérie compte tenu de leur superficie et de leurs usages. Toutefois, les évolutions de prix sont fortement corrélées entre les segments (corrélation de 96 % entre les bureaux et le commerce et de 74 % entre les bureaux et l'industriel ⁶), ce qui indique que la dynamique des prix répond, au moins

G2 Évolution des prix de l'immobilier commercial par segment en France

(en euros/m²)



Source : MSCI.



en partie, à des facteurs fondamentaux communs (évolutions passées voire anticipées des taux, appétence pour les niveaux de couples risque/rendement de la part des investisseurs, régimes fiscaux et de transmission de patrimoines).

2 Des valorisations élevées reflétant des taux très bas

Mesurer la surévaluation est complexe

En France, les volumes de transactions inédits observés depuis quelques années et les niveaux record de prix atteints sur le segment de l'immobilier commercial alimentent aujourd'hui un débat sur l'existence d'une surévaluation. D'un point de vue technique, déterminer la présence d'une surévaluation est délicat car il faut pour cela juger d'un niveau de prix cohérent avec des fondamentaux économiques (cf. encadré 2 *infra*). En pratique, on identifie les facteurs permettant de rendre compte au mieux de l'évolution des prix passés, qui définissent ainsi un niveau de prix fondamental. La surévaluation est alors mesurée comme l'écart entre le niveau observé des prix et celui résultant de l'évolution du prix fondamental. Les paragraphes suivants explorent différentes méthodes d'estimation du fondamental, et donc de la potentielle surévaluation.

Hausse des prix et rentabilité locative historiquement faible

L'environnement de taux d'intérêt bas a rendu l'investissement dans l'immobilier commercial plus attractif que les placements financiers dans les produits de taux. Les investisseurs se sont donc reportés sur cette classe d'actifs, ce qui a fait monter son prix et baisser sa rentabilité locative. Une première méthode pour mesurer la surévaluation est de considérer que le niveau fondamental des prix est celui qui implique une rentabilité locative égale à sa moyenne historique. Selon cette

méthode, les prix de l'immobilier commercial se trouveraient aujourd'hui en France à un niveau 30 % supérieur à leur niveau fondamental (cf. encadré 2).

Des primes de risque relativement élevées

Cette augmentation des prix n'a toutefois pas suffi à faire baisser la rentabilité locative autant que le taux des emprunts d'État à 10 ans (taux souverain). Cette relative inertie de la rentabilité locative a donc conduit à une hausse de l'écart entre la rentabilité locative et le taux souverain, considéré sans risque – ce qu'on appelle la prime de risque. Les investisseurs seraient donc mieux rémunérés pour les risques qu'ils prennent qu'ils ne l'ont été en moyenne sur cette classe d'actifs – ce qui n'était pas le cas en 2007-2008. Une deuxième méthode est donc de supposer que le niveau fondamental des prix est celui qui implique une prime de risque égale à sa moyenne de long terme. Dans ce cas, les prix seraient sous-évalués de 18 % (cf. encadré 2).

Ce niveau de prime de risque élevé par rapport à d'autres actifs traduirait une certaine prudence, ou une rigidité des prix qui ne seraient pas encore totalement ajustés à l'environnement de taux. Il y a cependant de bonnes raisons à un niveau élevé des primes de risque dans le contexte actuel : anticipation dans les prix d'une possible remontée des taux ⁷, reconnaissance de l'existence de rigidités à la hausse sur les loyers, augmentation de la corrélation du rendement avec celui d'autres actifs financiers, révision du risque associé aux gains en capital ⁸, prise de conscience de la faible liquidité des actifs immobiliers ou encore incertitudes en matière d'évolution des usages des biens.

Sur la période la plus récente (2016-2017), ces deux approches signalent cependant de manière concordante une évolution des prix plus rapide que ce que suggérerait l'évolution des fondamentaux pris en compte.

⁶ Calculé sur les séries de prix MSCI entre 1998 et 2017.

⁷ Cette hypothèse cependant n'expliquerait pas pourquoi sur d'autres classes d'actifs comme les obligations d'entreprises, les primes de risque soient actuellement faibles par rapport à leur moyenne historique.

⁸ Contrairement aux produits de taux, les rendements de l'immobilier commercial sont composés d'un rendement locatif et d'un rendement en capital. Il est possible que les primes de risque sur le rendement locatif aient augmenté car les investisseurs attachent plus de risque à ces futurs rendements en capital, c'est-à-dire qu'ils anticipent une plus forte volatilité des prix.



ENCADRÉ 2

Mesures de la surévaluation des prix de l'immobilier commercial en France à partir de la rentabilité locative

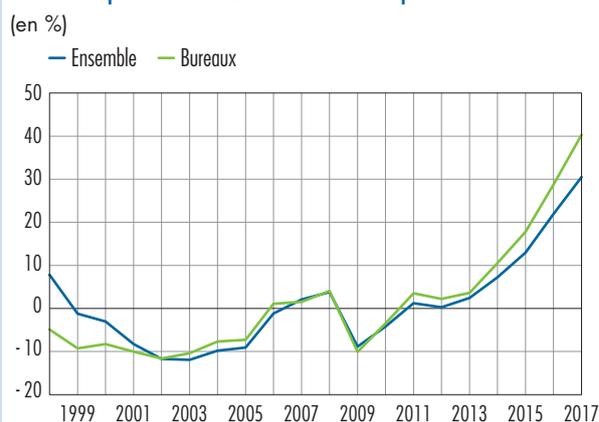
La rentabilité locative (ou taux de capitalisation) correspond au rendement annuel d'un investissement dans l'immobilier commercial. Elle se calcule comme le rapport entre les loyers perçus (nets des charges) I_t , et le capital investi pour acquérir l'immeuble et procéder à d'éventuels travaux de rénovation p_t . Une première mesure de surévaluation implicite des prix est de mesurer la déviation de ce ratio par rapport à sa moyenne historique $\left(\frac{I_t}{p_t}\right)$. La surévaluation implicite à partir de la rentabilité locative s'exprime alors (cf. graphique a) :

$$\frac{p_t^{\text{observé}}}{p_t^{\text{théorique}}} - 1 = \left(\frac{I_t}{p_t}\right) - 1$$

Cette mesure suppose implicitement que la rentabilité locative est stationnaire sur le long terme. Cependant, les taux d'intérêt ont fortement évolué ces vingt dernières années. Une autre possibilité est de supposer la stationnarité des primes de risque (c'est-à-dire de l'écart entre la rentabilité locative et un taux « sans risque » comme le taux souverain à 10 ans r_t^f). Implicitement, cela signifie que les risques associés à l'immobilier commercial n'ont pas connu de changement structurel récent. Dans ce cas, on peut corriger ces rendements locatifs de l'évolution des taux. On peut alors calculer une surévaluation implicite ainsi (cf. graphique b) :

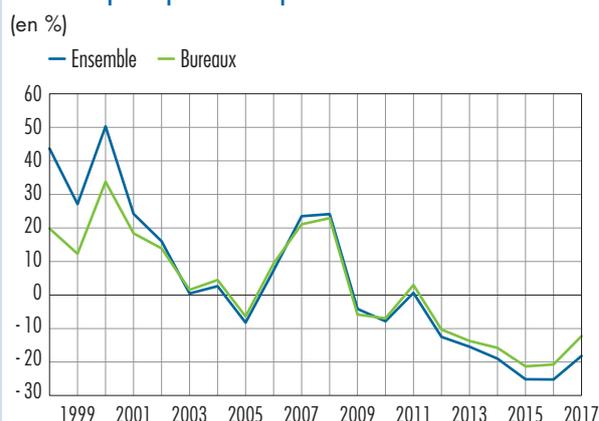
$$\frac{p_t^{\text{observé}}}{p_t^{\text{théorique}}} - 1 = \frac{\left(\frac{I_t}{p_t}\right)}{\left(\frac{I_t}{p_t} + r_t^f - r_t^f\right)} - 1$$

Ga Écart entre le prix de l'immobilier commercial et celui déterminé par la rentabilité locative historique



Source : Calculs Banque de France sur les données MSCI.

Gb Écart entre le prix de l'immobilier commercial et celui déterminé par la prime de risque de la rentabilité locative



Source : Calculs Banque de France sur les données MSCI.



Un risque de correction des prix malgré la cohérence des valorisations avec les fondamentaux

L'approche financière n'est cependant pas la seule à éclairer le débat sur la valorisation des biens immobiliers. Une méthode alternative repose sur un modèle économique, développé sur le marché des bureaux, permettant de mieux prendre en compte la dynamique des fondamentaux économiques qui interviennent dans la formation des prix (cf. encadré 3).

Le modèle indique que les prix des bureaux en France seraient globalement en ligne avec leurs facteurs d'offre et de demande : le niveau des prix observés fin 2017 ne s'éloigne de celui induit par ces facteurs fondamentaux que de 5% environ, avec un intervalle de confiance compris entre 0% et 10%, et revient même à un niveau proche de l'équilibre au début de 2018. Cependant, ces fondamentaux eux-mêmes sont éloignés de leurs valeurs historiques. Il existe donc un risque de correction des prix en cas de retournement.

ENCADRÉ 3

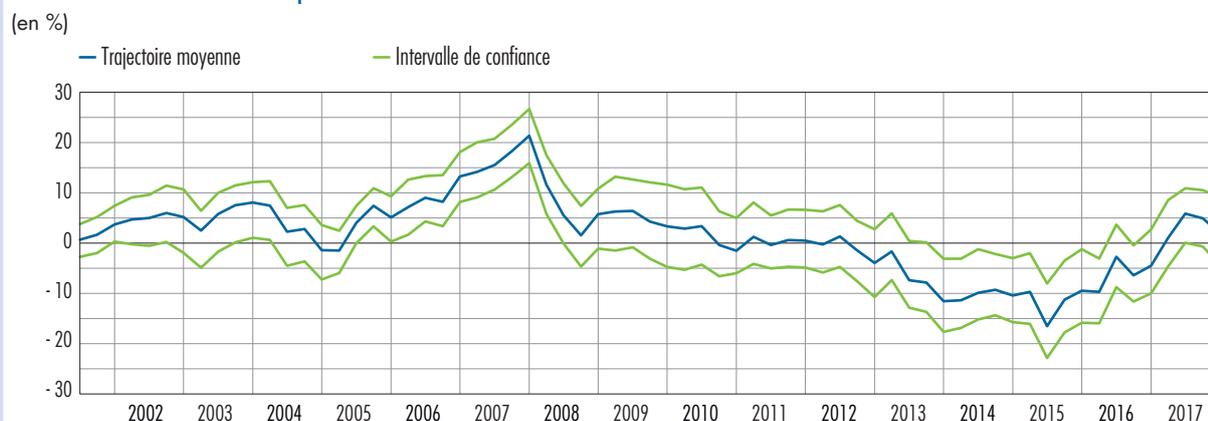
Mesures de la surévaluation des prix des bureaux à partir d'un modèle

Afin de rendre compte de l'influence des fondamentaux sur la formation des prix des bureaux, un modèle vectoriel à correction d'erreurs a été développé (Coffinet & Kintzler, 2018), comprenant une mesure des prix des bureaux, du taux de croissance du PIB en volume, des taux d'intérêt (Euribor 6 mois), du stock de bureaux, de l'offre immédiate¹ et des loyers.

La décomposition de la variance des séries permet de mettre en évidence l'importance de la persistance de taux d'intérêt bas et de l'insuffisance de l'offre de bureaux dans l'évolution de long terme des prix au cours de la période récente.

Le modèle permet de construire une trajectoire de l'écart entre le niveau observé des prix et celui déterminé par l'évolution de ses fondamentaux associé à un intervalle de confiance représentant l'incertitude statistique autour de cette mesure. Cette approche, comme la précédente, signale nettement un épisode de surévaluation en 2006-2008. Elle signale aussi, depuis la fin de 2016, une évolution des prix des bureaux plus rapide que ce que suggérerait l'évolution de leurs fondamentaux (cf. graphique).

Mesure de la surévaluation des prix de bureaux en France et intervalle de confiance associé



Source : Calculs Banque de France.

¹ L'offre immédiate de bureaux correspond au produit du taux de vacance des bureaux par le stock de bureaux.



3 Quels risques pour la stabilité financière en France ?

Quel impact d'une remontée des taux d'intérêt sur les prix ?

Ainsi, si les facteurs fondamentaux tels que les taux d'intérêt, l'offre de mètres carrés ou les perspectives de croissance économique permettent de rendre compte des prix, un choc sur l'une de ces dimensions se traduirait par une correction des prix (cf. schéma).

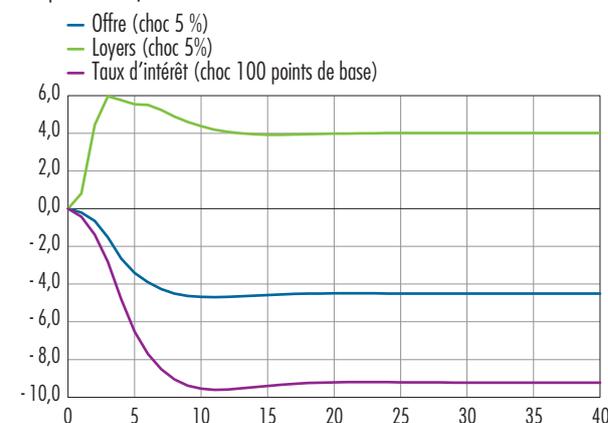
Le modèle économétrique décrit dans l'encadré 3 permet d'évaluer plus précisément l'impact de ces chocs permanents (cf. graphique 3) :

- une hausse de 5 % de l'offre immédiate de bureaux conduirait à une baisse des prix de 4 % environ à un horizon de dix trimestres ;
- une hausse des loyers de 5 % se traduirait par une hausse des prix des bureaux de l'ordre de 4 % à un horizon de quatre trimestres ;
- une hausse des taux d'intérêt de 100 points de base se traduirait par une baisse des prix des bureaux de 9 % approximativement à un horizon de dix trimestres.

L'étude de l'impact d'une remontée des taux sur les prix est particulièrement pertinente dans le contexte actuel. Le modèle permet de rendre compte de deux limites à l'impact d'une hausse des taux sur les prix. D'une part, un resserrement de la politique monétaire s'effectue

G3 Réponse du niveau des prix des bureaux en France en fonction d'un choc d'un écart-type empirique sur les variables étudiées

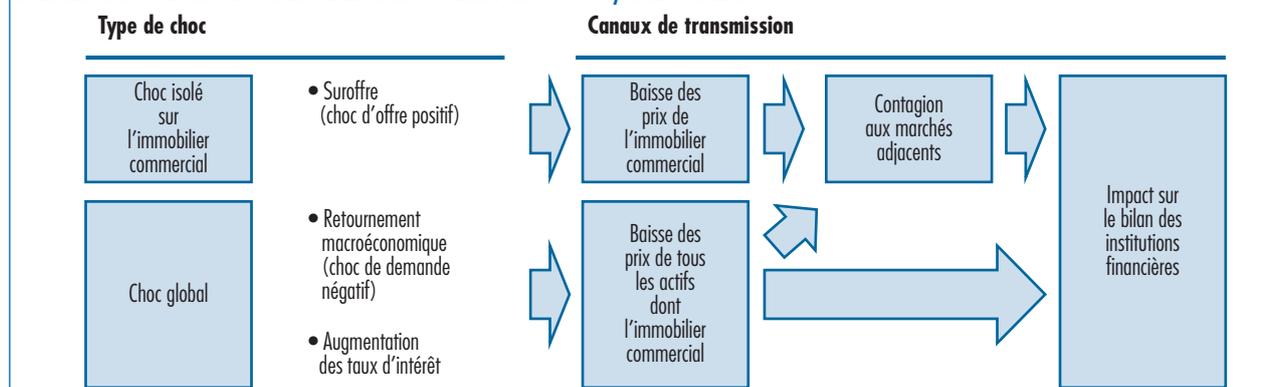
(en abscisses : nombre de trimestres ; en ordonnées : variation des prix en %)



Source : Calculs Banque de France.

typiquement dans un environnement aux perspectives de croissance de l'activité bien orientées, elles-mêmes corrélées à une croissance solide des loyers, ceci dans un contexte de confiance des investisseurs (primes de risque faibles). D'autre part, la corrélation entre la variation du taux souverain à 10 ans et la rentabilité locative de l'immobilier commercial s'établit autour de 0,3 depuis 1999 en France (cf. graphique 4). Les variations de taux s'accompagnent donc d'une évolution de la prime de risque : ces dernières années, la baisse des taux s'est ainsi accompagnée d'une baisse de moindre ampleur de la rentabilité locative, et donc d'une dilatation progressive de la prime de risque. Ces deux effets devraient permettre de limiter l'impact sur les prix d'une remontée des taux, tant que cette dernière relève d'un choix de politique monétaire. En revanche, si la hausse

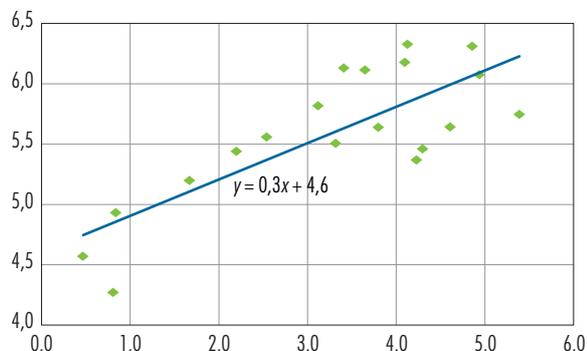
Transmission d'un choc affectant l'immobilier commercial vers le système financier





G4 Corrélation entre l'OAT et le rendement locatif

(en abscisses : taux souverain à 10 ans ; en ordonnées : rendement locatif ; en %)



Sources : MSCI et Eurostat.

des taux était due à une augmentation généralisée des primes de risque dans un contexte de crise, ces effets ne s'appliqueraient pas et la chute des prix pourrait être plus importante.

Ces niveaux de prix élevés et en progression représentent un risque modéré pour la stabilité financière en France

Des niveaux de prix élevés pourraient favoriser une correction des prix à la baisse en cas de choc sur les fondamentaux. Cette correction aurait alors un impact sur les investisseurs : ceux, majoritaires, qui ont réalisé ces acquisitions sans s'endetter devraient subir une moins-value, tandis que les investisseurs utilisant l'effet de levier pourraient faire face à une situation plus compliquée s'ils devaient refinancer une dette associée à des investissements dévalorisés (les créanciers étant éventuellement affectés en cas de pertes trop importantes).

Compte tenu de la taille relativement modeste des expositions des investisseurs sur ce marché ⁹, les pertes

potentielles resteraient contenues d'un point de vue macroéconomique. Toutefois, elles pourraient se traduire par des pertes financières pour certains acteurs qui n'aurait pas anticipé la possibilité d'un tel scénario ¹⁰). De même, comme leurs positions sont en général réduites et à levier limité ¹¹, l'exposition des banques à une baisse de prix *via* les acteurs de l'immobilier commercial est contenue tout comme le risque de ventes forcées qui seraient à l'origine d'un surajustement à la baisse des prix. Comme le concluait le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) en 2017 ¹², il est à ce stade peu probable qu'une baisse des prix sur les segments sur lesquels les investisseurs sont actifs se propage à l'ensemble des marchés financiers et/ou mette en péril la capacité du secteur financier à servir l'économie.

En revanche, on ne peut exclure un impact sur les entreprises et, dans une moindre mesure, les ménages.

- Pour les entreprises, la contagion serait relativement directe, *via* leurs propres détentions d'immobilier d'entreprise – c'est-à-dire les locaux qu'elles détiennent et exploitent. Une chute des prix aurait un impact à la baisse sur la valeur de ces actifs immobiliers et donc un impact négatif sur leurs bilans ¹³.
- Pour les ménages, outre les pertes réalisées par ceux ayant une exposition à ces actifs, la contagion serait plus indirecte : elle passerait par une modification des équilibres sur le marché de l'immobilier résidentiel (résultant par exemple de changements d'affectation de certains biens – transformation de bureaux en logements et vice versa), ou d'un arbitrage des investisseurs qui augmenteraient leur demande pour l'immobilier résidentiel dans le cadre d'une réduction de leurs expositions à l'immobilier commercial.

⁹ Dans le secteur de l'assurance, les expositions directes à l'immobilier commercial s'élèvent à 5% du bilan maximum.

¹⁰ La forte collecte d'épargne sur des supports en immobilier commercial, et le risque que les épargnants particuliers investissent dans l'immobilier commercial sans bien comprendre l'origine des rendements passés et la nature des risques auxquels ils sont exposés ont ainsi conduit, en mars 2017, l'ACPR et l'Autorité des marchés financiers (AMF) à rappeler aux distributeurs les bonnes pratiques en matière de commercialisation des produits financiers immobiliers (SCPI, OPCV, unités de compte immobilière de produits d'assurance-vie).

¹¹ Les expositions directes à l'immobilier commercial des six plus grandes banques françaises représentent 2 à 3% de leur bilan et le ratio de levier des opérations financées est inférieur à 60% pour 75% des investisseurs (ACPR, 2018).

¹² Note « Immobilier commercial » – Diagnostic actualisé et résultats des *stress tests* dédiés, publiée par le HCSF sur son site le 31 mars 2017 (HCSF, 2017).

¹³ Voir par exemple « The Collateral Channel : How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment » qui démontre comment la valorisation de l'immobilier peut affecter l'investissement des entreprises aux États-Unis (Chaney, *et al.*, 2010).



Annexe

Les sources de données disponibles pour l'étude de l'immobilier commercial en France

La question des données est l'une des principales difficultés dans l'analyse du marché de l'immobilier commercial : les sources reposent sur des périmètres différents et sont d'une qualité inégale. La réconciliation des différentes sources et l'élaboration d'un diagnostic d'ensemble sont donc délicates.

Données notariales

Les bases de données notariales recensent les ventes de biens immobiliers non résidentiels, depuis 1998 pour l'ensemble du territoire. Cependant, la qualité et surtout l'harmonisation des données recueillies ne sont pas assurées, leur collecte reposant sur la base du volontariat des notaires. En outre, elles sont disponibles avec retard et portent sur des volumes très fluctuants entre deux dates, en particulier pour les bureaux, ce qui rend la constitution d'un indice ardue. Enfin, elles enregistrent l'ensemble des transactions sans distinction de la qualité des acheteurs et vendeurs alors que la notion d'immobilier commercial implique que l'une au moins des contreparties soit un investisseur institutionnel.

Données des professionnels du secteur

Plusieurs sources de données pour le volume des transactions et les prix immobiliers commerciaux sont fournies par de grands acteurs privés. Il s'agit d'intermédiaires du marché immobilier (Jones Lang

LaSalle (JLL), Charles Bourdais Richard Ellis (CBRE), Knight Frank ou d'instituts statistiques privés tel l'*Investment Property Databank* (IPD, acquis par MSCI en 2012). Plusieurs variantes existent en matière d'évaluation des prix, suivant le champ (immeubles présents dans le portefeuille de certains investisseurs ou ensemble des transactions d'une période) et la méthodologie (valeurs estimées par des experts, valeurs de transaction ou méthode hybride) retenus.

Données de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

L'ACPR suit les placements des assureurs et peut donc observer la détention de biens immobiliers. En complément, elle réalise une enquête sur les professionnels de l'immobilier qui permet de collecter, à une fréquence semestrielle, les expositions des principaux groupes bancaires français au profit des professionnels de l'immobilier (les entreprises qui tirent une part majoritaire de leurs revenus de la vente ou de la location de biens immobiliers). Le champ des professionnels de l'immobilier ne correspond cependant pas à celui des investisseurs intégrés dans la définition de l'immobilier commercial (en particulier, les promoteurs constituent une catégorie différente) et cette enquête ne permet pas d'identifier les financements accordés par des banques étrangères aux entrepreneurs français¹⁴.

¹⁴ Voir le dernier rapport *Analyses et synthèses* n° 93 publié par l'ACPR : « Le financement des professionnels de l'immobilier par les banques françaises en 2017 » (ACPR, 2018).



Bibliographie

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) (2018)

« Le financement des professionnels de l'immobilier par les banques françaises en 2017 », *Analyses et Synthèses*.

Chaney (T.), Thesmar (D.) et Sraer (D.) (2010)

« The collateral channel : how real estate shocks affect corporate investment », NBER, *Working Paper*, n° 16060.

Coffinet (J.) et Kintzler (E.) (2018)

« Is the office real estate market overvalued? Insights from France », *Mimeo*, Banque de France.

DiPasquale (D.) et Wheaton (W.) (1992)

« The markets for real estate assets and space : a conceptual framework », *Real Estate Economics*.

Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) (2017)

Note « Immobilier commercial – Diagnostic actualisé et résultats des *stress tests* dédiés ».

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

