

INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET IMMOBILIER COMMERCIAL AUX ETATS-UNIS

JEFFREY G. RUTISHAUSER*

Dans les années 1980, l'expansion et l'effondrement du marché de l'immobilier ont provoqué de graves difficultés aux institutions financières américaines. La baisse des valeurs a entraîné une quantité record d'actifs non-performants dans les banques d'épargne et d'affaire ainsi que dans les compagnies d'assurance qui étaient les premières sources de financement de l'immobilier commercial.

On a utilisé différentes techniques pour traiter les problèmes. Pour commencer, les institutions financières et leurs régulateurs sont passés à des transactions assistées par le gouvernement : produits dérivés du plan *Good Bank - Bad Bank*, ventes massives de portefeuilles et sécuritisation pour résoudre les problèmes des portefeuilles et des institutions. Chaque méthode avait ses avantages et ses inconvénients qui la rendaient plus spécifiquement adaptée à tel ou tel type de situation.

241

L'expérience américaine nous enseigne, sans le moindre doute, que rien ne peut remplacer un niveau adéquat de capital, un contrôle approprié et une réglementation adaptée pour protéger les institutions financières de nouveaux accidents de ce genre. Il est malheureux que l'industrie immobilière en général et les institutions financières qui la soutenaient aient dû perdre des centaines de milliards de dollars pour apprendre ces leçons, au reste assez simples. Espérons que les politiques vont reprendre cette expérience et en tirer une législation et une réglementation appropriées pour empêcher qu'une telle crise se reproduise.

Survivance des marchés américains de capitaux immobiliers

L'immobilier est le principal segment de la richesse américaine. Il représente environ les deux-tiers des 10 mille milliards de la richesse du secteur privée. L'habitat résidentiel occupé par ses propriétaires s'élève à environ 5 mille milliards de dollars, ce qui laisse 2 mille milliards de dollars à la valeur de l'investissement immobilier commercial américain.

* *Managing Director, Price Waterhouse, New-York.*

Dans les années 1980, le niveau moyen des actifs des sociétés et de l'immobilier s'est considérablement accru. A la fin de la décennie, la moitié de la valeur d'actif de l'immobilier commercial consistait en hypothèques commerciales (\$ mille milliards). L'immobilier commercial détenu par les promoteurs représentait même souvent des niveaux d'endettement plus grands encore, égalant souvent la valeur de la propriété elle-même à l'origine. Rétrospectivement, ces niveaux excessifs d'endettement devait être le facteur principal des crises immobilières récentes aux Etats-Unis, mais à l'époque, les professionnels de l'immobilier pensaient pour la plupart que les valeurs immobilières étaient généralement en hausse, avec des baisses périodiques cycliques qu'il fallait laisser passer. Ainsi, le haut degré d'endettement de l'immobilier n'inquiétait à peu près personne.

Etant donnée l'importance de ce secteur dans la richesse nationale, il n'est pas surprenant que les grandes institutions américaines y aient joué un rôle substantiel comme pourvoyeurs de capitaux - à la fois d'actions et de capital d'endettement. La concentration des actifs dans les portefeuilles de grosses institutions s'explique aussi par d'autres éléments :

242 1. *Les grandes valeurs d'actif*: les opérations immobilières commerciales bénéficient généralement d'avantages liés à leur taille. Les valeurs immobilières dépassent les centaines de milliers de dollars, elles se situent le plus souvent entre 1 et 10 millions de dollars. Les sièges des grandes entreprises, les centres commerciaux et les équipements industriels valent entre 25 et 500 millions de dollars. Ces propriétés généralement indivisibles exigent des montants de capitaux substantiels pour chaque transaction, accessibles seulement aux plus grosses fortunes. Seules les institutions financières sont assez importantes pour financer de tels portefeuilles ou de telles hypothèques individuelles.

2. *Complexité des investissements*: il faut, pour comprendre la valeur de l'immobilier, compétence et expérience. Les transactions sont des négociations complexes - tant pour les contrats d'achat et de vente que pour les hypothèques. Seules de grosses institutions peuvent avoir les professionnels dont elles ont besoin pour analyser les investissements immobiliers et mener l'ensemble du processus de transaction.

3. *Nécessité d'une diversification des portefeuilles*: la gestion du risque réside essentiellement en une composition des portefeuilles diversifiés qui permettent d'éviter les risques individuels. Cette diversification consistera à détenir un ensemble d'actifs individuels, pour multiplier le niveau d'investissement nécessaire à la répartition du risque. Si par exemple un prêteur institutionnel considère qu'il doit avoir 35 actifs différents pour

répartir ses risques (c'est à dire qu'aucun des actifs particuliers ne représente plus de 3 % du total), son niveau d'investissement tournera probablement entre 50 et 100 millions de dollars. Ce montant de portefeuille n'est possible que pour les plus grandes institutions financières.

Traditionnellement, l'immobilier commercial aux Etats-Unis était entre les mains de sociétés de promotion ou de promoteurs privés. Ces promoteurs concevaient le projet, obtenaient les autorisations nécessaires, trouvaient les financements pour la construction et la structure, engageaient des architectes et des contractuels pour établir et réaliser le projet et enfin s'occupaient de trouver des locataires. Les promoteurs cherchaient aussi le capital d'endettement permanent, généralement fourni par les grandes compagnies d'assurance. Ces hypothèques permanentes s'appelaient des «contrats de financement», et étaient destinées à rembourser les prêts de construction à l'achèvement du projet, quand un niveau pré-déterminé de location était déjà assuré. Les hypothèques permanentes couraient sur des périodes allant de 10 à 30 ans, à taux fixes permettant généralement un amortissement complet. La combinaison de la diminution des montant des prêts par l'amortissement et de l'augmentation habituelle des valeurs d'actif accroissait avec le temps considérablement le capital des prêteurs. Les taux de non-remboursement des hypothèques permanentes étaient très bas. Quand la valeur immobilière avait suffisamment augmenté, le promoteur refinançait son bien et en retirait du capital pour financer le besoin en capital d'un nouveau projet. Les promoteurs préféraient refinancer que vendre pour éviter de payer une plus-value et le transfert des taxes tout en préservant leur potentiel d'augmentation.

243

Avec un tel contrat en main, le promoteur obtenait le financement de la construction auprès de ses principaux partenaires bancaires. Les banques d'affaires fournissaient la majeure partie du financement de la construction, souvent la totalité, ainsi que la totalité des frais de promotion jusqu'à son terme, plus une réserve d'intérêt pour faire la jonction avec le contrat.

Comme les compagnies d'assurance exigeaient un capital substantiel (jusqu'à 50 % de la valeur en place) dans le projet, elles avaient instauré une discipline de sur-développement. Elles avaient des perspectives à long terme et examinaient les projet de financement permanent avec soin, pour ne soutenir que ceux qui montraient une faisabilité économique et des promoteurs crédibles. De plus, les promoteurs avaient d'autant plus intérêt à étudier sérieusement leurs projets qu'ils y mettaient eux-mêmes chaque fois des capitaux importants. Avec une mise réelle et une législation stricte sur la banqueroute en cas de faillite, le risque pris par le promoteur était sévère.

Dans ce cadre, les pourvoyeurs d'hypothèques permanentes décidaient ce qu'ils allaient soutenir par l'extension du financement permanent. Le

processus du crédit des banques d'affaires consistait à comprendre les termes du contrat avec le prêteur permanent et à déterminer si le promoteur, habituellement client d'une grande banque, avait la capacité de mener le projet à bien dans le cadre du budget et à gérer l'espace réalisé. Quand la banque concevait des craintes sur l'aptitude du promoteur ou sur sa capacité financière, elle lui demandait de fournir un titre de résultat (une garantie d'exécution) ou une lettre de crédit comme élément complémentaire. Les banques tenaient pour acquis que le prêteur permanent avait déjà fait le diagnostic de faisabilité du projet lui-même.

Ce schéma de financement a bien fonctionné pendant l'expansion des années 1960 et encore pendant les années 1970. Les portefeuilles immobiliers commerciaux des compagnies d'assurance ont augmenté de 150 milliards de dollars avec un taux d'échec de 1% environ. Il y avait assez de capital d'endettement immobilier pour financer de nouveaux projets correspondant à l'augmentation de la demande.

Déréglementation de l'institution financière

A partir du milieu des années 1970, une série d'événements a contribué à transformer les institutions financières américaines et, avec elles, les marchés de l'immobilier commercial. Du côté des actifs, les cinq cents grandes entreprises de *Fortune* qui étaient les premiers clients des banques d'affaires ont commencé à accéder directement au marché financier. Elles ont remplacé leurs emprunts à court terme et intermédiés par l'assurance de papier commercial et des programmes à moyen terme (1 à 5 ans). Cela a permis une importante économie du coût de l'intérêt pour les entreprises émettrices de nantissements. Les banques ont cherché à remplacer les clients qui venaient de les quitter en prêtant à des Etats souverains (ce qu'on a appelé les prêts au Tiers Monde), à des sociétés de promotion de l'énergie, à des promoteurs d'immobilier commercial et, plus tard, à des LBO. Ces clients à haut risque offraient l'apparence d'une plus grande dispersion de ces risques dans la mesure où ils n'avaient pas de prise directe sur les marchés financiers. Dans chacun de ces segments, les prêts bancaires se sont accrus dramatiquement dans les années 1980.

Du côté du passif, l'émergence de fonds de marché financier offrant des taux d'intérêt sans réglementation provoquait des retraits massifs des institutions de dépôts soumises à réglementation. Les fonds des marchés financiers ont décuplé au cours des années 1970 où les investisseurs individuels se sont mis à rechercher des profits supérieurs à ceux que les dépôts bancaires permettaient à l'époque. Les actifs des institutions financières classiques étant bloqués sur des durées plus longues que la base de dépôt, un retrait soudain et massif de dépôt menaçait l'institution d'une

crise de liquidité qui pouvait la mener à la faillite. Pour compenser ces retraits, les institutions financières se sont mises à offrir agressivement de grands certificats de dépôt (au-dessus de 100.000 \$) qui pouvaient être émis avec des taux de retour compétitifs sur le marché. C'était une manière très coûteuse de remplacer des dépôts bon marché mais nécessaire aux institutions pour leur assurer de la liquidité jusqu'à la fin de la désintermédiation. Pendant ce temps, l'industrie bancaire (banques de dépôt et banques d'épargne) demandait à Washington de déréglementer les taux d'intérêt en abrogeant la Règlementation Q. C'est ce qu'a fait, en 1981, le *Depository Institution Deregulation and Monetary Act* (DIDMA).

Le soulagement a été de courte durée. Les banques et les établissements d'épargne pouvaient offrir à leurs déposants des taux de retour compétitifs et arrêter ainsi la fuite des dépôts dans les fonds de marchés financiers. Pourtant, le coût supérieur des fonds obligeaient les institutions financières, pour rester compétitives, à prêter à un taux encore plus élevé pour faire du profit. Si bien que les institutions financières faisaient des prêts plus risqués qu'avant la déréglementation. La forte expansion économique qui a eu lieu entre 1982 et 1989 a masqué le déclin de la qualité du crédit des portefeuilles des institutions financières.

L'expansion de l'immobilier dans les années 1980

245

Un certain nombre de facteurs a contribué à l'expansion massive de l'immobilier commercial dans les années 1980 aux États-Unis. C'est pendant cette décennie que les enfants du «baby boom» ont atteint l'âge de former une famille et de trouver du travail. Dix-sept millions d'emplois ont été créés, presque tous dans l'industrie du service à revenu élevé. Malgré cette augmentation sans précédent de la demande de bureaux, zones commerciales et résidences, le développement de l'immobilier commercial a été encore plus rapide et a doublé en dix ans. La suite explique le motif de cette expansion, parfois sans raison économique apparente.

Premièrement, l'Administration Reagan a établi une législation qui accélérerait la dépréciation des immobilisations corporelles, en augmentant de façon significative les avantages fiscaux de la propriété immobilière. Le syndicat de l'immobilier s'est organisé pour proposer des investissements en partenariat qui permettaient la déduction fiscale de pertes anticipées, une trésorerie positive depuis le début et, en cas de réussite, une plus-value substantielle à la vente des biens immobiliers qui auraient pris de la valeur. Des retours après-impôt de 2 pour 1 (2 dollars de bénéfice fiscal pour chaque dollar investi) et plus ont incité beaucoup de fortunes individuelles à profiter de ces abris fiscaux. Les syndicats de l'immobilier étaient souvent fortement endettés (80 à 95 % de dette et 5 à 20 % de

capitaux d'investissement) par des prêts qui leur étaient faits en majorité par les banques d'épargne. Les syndicats achetaient agressivement de l'actif immobilier, en les surpayant souvent puisque l'important était la perte fiscale de l'investisseur et non pas l'économie d'un marché sensible. Les syndicats ont ainsi versé 60 milliards de dollars sur le marché, essentiellement en immeubles de rapport, créant un boom de l'immobilier dans le marché multifamilial entre 1980 et 1987.

Deuxièmement, les banques commerciales ont triplé leurs prêts aux promoteurs immobiliers dans les années 1980 en partie pour remplacer le départ de leurs clients d'affaire. La dérèglementation a supprimé les limites statutaires des prêts bancaires dans le domaine de l'immobilier et accru la compétition entre les banques poussées à des ratios crédit-valeur de plus en plus importants, à une inflation des évaluations (pour justifier l'augmentation des prêts) et à une foule d'autres abus ou négligences.

Les promoteurs ont bénéficié de cette précipitation à prêter et se sont mis à demander aux banques de financer leurs rémunérations (leurs profits), de leur prêter des sommes plus importantes (jusqu'à 100 % du rapport crédit-valeur dans certains cas) et de financer des plans de développement plus spéculatifs quand il y avait peu ou pas de pré-location.

Les banques de leur côté ont commencé à être moins strictes sur l'obligation pour le promoteur d'avoir le financement permanent d'un prêteur institutionnel, souvent une compagnie d'assurance ou un fonds de pension. Les banques ont fait ce qu'on appelle des prêts à la construction non-limités et les ont enveloppés dans des prêts permanents à court terme ou «mini-perm» jusqu'à ce que le promoteur ait loué entièrement son immeuble et puisse prétendre à un refinancement de la part d'un prêteur institutionnel. Les banques allaient bientôt découvrir qu'elles étaient à la merci du moindre ralentissement de ce boom immobilier qui les laisserait avec des immeubles à moitié construits ou partiellement loués.

Les fonds de retraite ont formé une autre source de fonds. Ces pools croissants de capitaux cherchaient à diversifier leurs portefeuilles d'investissement de titres et d'obligations. L'immobilier haut de gamme, sain et stable, semblait un bon placement. Les fonds ont donc pris du capital dans l'immobilier, avec des conseillers en investissement dans des fonds mélangés (un peu comme un fonds mutuel immobilier) et ont procédé à des hypothèques immobilières soit directement, soit par le biais de fonds d'achat de compagnies d'assurances, par des GIC (*Garanteed Investment Contracts*), d'où la compagnie tirait ses hypothèques.

Avec la croissance de l'économie américaine, les prêteurs et les investisseurs étrangers étaient attirés par le marché immobilier américain. Le plus grand apport de capital, de loin, est venu du Japon qui avait des excédents commerciaux importants et cherchaient des moyens d'investir ses excé-

dents de capitaux. Les investisseurs et les banques japonais ont fait des investissements substantiels dans des bâtiments de bureaux haut de gamme, des hôtels et des lieux de villégiature. Les investissements et les prêts japonais étaient généralement concentrés à Hawaï, en Californie (particulièrement à Los Angeles) et à New York. Ayant des fonds à un faible coût au Japon, les prêteurs japonais offraient des taux beaucoup plus bas que les institutions financières américaines. Les investisseurs japonais ont acquis ainsi des propriétés spectaculaires, des «Trophées» comme les *Arco Towers* à Los Angeles, *Pebble Beach Golf Course* et une partie de *Rockefeller Center* à New York.

Un régime fiscal intéressant, un crédit clément de la part des institutions financières, un capital abondant et une expansion rapide de la population et de la main d'œuvre, ont donné un élan sans précédent à la construction entre 1980 et 1987. Le développement a été particulièrement marqué dans les États du Sud, Texas, Arizona, Floride, Hawaï et Californie. La côte Est a également connu une forte expansion alimentée par les économies urbaines récurrentes, à Boston, New York et Washington DC. Pendant toute cette période, le développement de l'immobilier commercial a été plus rapide que la demande, si bien que l'inoccupation des locaux a commencé à croître. Elle est passée de moins de 5% à plus de 20%. Même chose dans le commerce de détail et les propriétés multifamiliales. L'écart croissant de l'offre et de la demande était encore masqué par l'abondance du capital qui permettait de soutenir et d'accroître les valeurs immobilières. Cette bulle spéculative ne pouvait pas durer indéfiniment car en érodant le rapport de l'immobilier, elle pouvait stabiliser les prix et tomber jusqu'à ce que l'équilibre de l'offre et de la demande se trouve restauré.

247

Causes de l'effondrement de l'immobilier à la fin des années 1980

Alarmé par la popularité croissante de l'abri fiscal que proposait le syndicat de l'immobilier, le Congrès a voté le *Tax Reform Act* de 1986 (TRA 86). Cette nouvelle législation a renversé les changements de l'ère Reagan en allongeant les délais de dépréciation de 9 à 31,5 ans et en interdisant les pertes passives aux investisseurs immobiliers (progressivement, sur une période de quatre ans). Si l'exclusion des pertes passives visait à mettre fin aux tractations des syndicats, elles frappaient également les propriétaires qui pouvaient déduire de leurs autres gains les pertes immobilières. L'ensemble des effets du TRA 86 a miné les valeurs de l'immobilier et marqué les débuts d'un glissement de l'immobilier sur plusieurs années où les prix n'ont cessé de se réajuster aux nouvelles valeurs après impôt, qui allaient en diminuant.

Deuxièmement, l'excès d'inoccupation des locaux dans de nombreuses

grandes villes a commencé à réduire les taux nominaux de location. Les zones urbaines enregistraient des taux de vacuité de 12 à 25 %, très supérieurs au taux normal de 5% pour les propriétés commerciales. Pour remplir leurs bâtiments, les propriétaires ont offert des loyers libres et les plus généreux ont même proposé des allègements pour attirer les locataires. L'immobilier étant un domaine hautement compétitif, les autres propriétaires ont dû aligner leurs offres sous peine de perdre leurs locataires. Si bien que les propriétaires constructeurs ont contribué au déclin des loyers effectivement payés par les locataires (loyers contractuels moins concessions proposées par le propriétaire). Avec le ralentissement de l'économie à la fin de la décennie et l'accroissement énorme de la construction, l'inoccupation des locaux est montée en flèche et les loyers effectifs sont tombés.

Enfin, l'accroissement des taux d'intérêt a rendu difficile pour les promoteurs le refinancement de leurs propriétés avec des revenus en baisse et un coût du crédit en hausse. Devant la faiblesse croissante des marchés, les prêteurs ont pris plus de précautions. Comme une partie importante de l'immobilier commercial est financée par des prêts d'institutions financières, le déclin des valeurs immobilières a diminué la participation des promoteurs à la propriété avant de commencer à toucher le capital des prêts.

248

La baisse des valeurs d'actif et l'augmentation des portefeuilles de prêts non performants ont rendu les prêteurs moins disposés à accorder de nouveaux crédits à l'immobilier commercial. Sans leur capital, il y avait peu de clients qui pouvaient acheter de l'immobilier avec presque toute la somme comptant. Le volume des transactions a diminué rapidement puisqu'il y avait peu d'acheteurs fiables et que peu de gens étaient disposés à vendre aux nouveaux prix courants. Le manque général de liquidité dans ce contexte de raréfaction des acheteurs et des vendeurs a contribué au déclin des valeurs immobilières.

En même temps, les investisseurs réalisaient que c'en était fini des prix des années 1980. Un investisseur regarde la combinaison du cash-flow net courant et de l'appréciation de son retour total. Si l'investisseur croit qu'une propriété ne prendra pas suffisamment de valeur (ou perdra de la valeur), il cherchera une plus forte proportion de retour sous forme de rendement courant. Si un nombre suffisant d'investisseurs partage cet avis, les prix de l'immobilier tomberont, à mesure que les investisseurs diminueront les prix de vente pour maintenir leur rendement courant. A la fin des années 1980, les taux de capitalisation (cash-flow net courant divisé par prix d'investissement) des propriétés commerciales ont commencé à monter doucement.

La combinaison de ces éléments a produit une détérioration des valeurs

immobilières à la fin des années 1980. L'effet sur les propriétaires endettés a été catastrophique. Beaucoup se sont réfugiés dans le dépôt de bilan pour éviter la saisie de leurs biens. Les autorités de réglementation se sont montrées de plus en plus inquiètes, à mesure que les problèmes des promoteurs sont devenus ceux des institutions financières confrontées à des portefeuilles croissants d'actifs non performants.

Impact sur les institutions financières américaines

La combinaison de changements fiscaux défavorables, de la baisse des marchés immobiliers, la récession anticipée aux États-Unis qui a marqué le début des années 1990, le développement des contrôles, le retrait du capital immobilier des banques, établissements d'épargne, compagnies d'assurance, investisseurs et prêteurs étrangers et la fin des abris fiscaux ont eu des effets importants sur l'industrie de l'immobilier. Les valeurs ont commencé à baisser et à tomber dans la deuxième moitié des années 1980.

Incapables de rembourser avec un cash-flow réduit, les promoteurs ont négocié des restructurations de prêts, se sont réfugiés dans la faillite ou ont transféré leurs propriétés à leurs prêteurs. La vague des restructurations a commencé à peser sur les institutions financières qui n'étaient pas équipées pour gérer une telle masse de problèmes.

La chute des valeurs immobilières commerciales obligeait ces institutions à prévoir des provisions pour la diminution des nantissements. Les institutions ont souvent dû faire des provisions supplémentaires sous la pression ou sur ordre des instances de réglementation bancaire. Comme les provisions et les pertes réduisaient directement le capital maintenu par les banques, cette baisse a effrayé les investisseurs potentiels en limitant effectivement la capacité des banques et des établissements d'épargne à lever du capital en remplacement sur les marchés financiers publics. Avec l'introduction de nouvelles directives sur les capitaux à risque, les institutions financières étaient devant le problème de devoir lever encore du capital tout en réduisant les crédits à l'immobilier sans avoir le moyen d'émettre des fonds propres supplémentaires pour compenser la réduction de leur capital propre.

249

La crise des établissements d'épargne

Les banques d'épargne ont été les premières touchées. Incapables de saisir tous les prêts non performants, elles ont eu recours à toute une série de dispositions inventives pour éviter de reprendre les propriétés et de toucher au capital de base de l'institution. Elles ont passé des accords avec leurs amis proches, souvent opérateurs immobiliers, pour qu'ils leur

«empruntent» de quoi leur acheter les propriétés en question. Il y a eu des combinaisons de prêts - la banque d'épargne n'accordait un prêt à un emprunteur que si celui-ci acceptait d'«acheter» à celle-là une autre propriété lui appartenant. Il y a eu aussi des transactions indirectes où le même bien était acheté et vendu à plusieurs reprises en un court laps de temps, financées par des prêts entre deux établissements d'épargne amis. Toutes ces transactions avaient des points communs: elles étaient faites entre initiés, à toute petite échelle, pour éviter les pertes sèches sur des actifs non-performants. Cela ressemblait au système de Ponzi où des prêts potentiellement non-performants étaient remboursés avec des prêts nouveaux et/ou plus importants, qui ne faisaient que repousser le problème en avant.

Au milieu des années 1980, beaucoup de banques d'épargne de grande envergure étaient techniquement insolvables puisque leur passif dépassait leurs valeurs d'actif. Le problème était particulièrement aigu au Texas où la première vague de banques d'épargne a été touchée. Incapables d'attirer les dépôts en raison de l'incertitude de leur avenir, ces établissements ont imaginé d'utiliser, pour augmenter les dépôts, l'intermédiaire de courtiers comme Merrill Lynch. Les établissements de courtage ont compris à juste titre qu'ils pourraient obtenir des taux d'intérêt plus forts pour leurs clients en offrant la protection de l'assurance fédérale de dépôt à ceux qui avaient des comptes inférieurs à 100.000 dollars. Ils ont cherché au plan national les taux les plus élevés et ont versé des millions dans des institutions chancelantes. Cet afflux de «dépôts de courtage» a prolongé la vie des banques d'épargne et alourdi le coût de leur nettoyage éventuel. On a appelé ces dépôts de l'«argent chaud» parce que le courtier suivait de très près l'établissement d'épargne pour retirer l'argent de ses clients au premier signe de trouble. Ainsi, si une banque d'épargne était au bord de la faillite, l'entreprise de courtage retirait les dépôts et les remplaçait dans une autre banque d'épargne qui offrait des taux de dépôt élevés. Ces dépôts étaient par définition des sources de capital instables pour les banques d'épargne, mais c'était souvent aussi le seul capital disponible lorsqu'une institutions commençait à avoir des ennuis.

Le contrôle et la réglementation de l'épargne étaient assurés par la FSLIC (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation*). Il était évident que le fonds d'assurance de la FSLIC n'avait pas le capital suffisant pour faire face à tous les problèmes et résoudre toutes les faillites potentielles de banques d'épargne dans le cas où elle choisirait d'intervenir. Les autorités de réglementation de la FSLIC ont fait appel au Congrès en 1987 pour obtenir une dotation générale de 20 milliards de dollars afin de recapitaliser leur fonds d'assurance. Le débat était antérieur en grande partie aux élections de 1988 mais le Congrès a refusé de reconnaître le problème par

crainte de troubler les électeurs au moment des élections. Après un long débat, le Congrès a autorisé une affectation d'environ 12 milliards de dollars, ce qui était totalement insuffisant pour résoudre les problèmes existant, sans parler de ceux qui étaient encore à venir.

Le «plan Sud-Ouest»

Devant l'insuffisance de ses ressources pour résoudre le problème des banques d'épargne, la FSLIC s'est embarquée dans un programme controversé pour répandre le plus largement possible les fonds limités dont elle disposait sur les caisses d'épargne qui en avaient le plus immédiatement besoin. La FSLIC était dirigée par M. Danny Wall, bureaucrate de carrière salarié par le Président Reagan. Sous sa direction, l'agence de la FSLIC a développé le Plan Sud-Ouest, ainsi dénommé pour juguler les problèmes croissants que connaissaient les Etats du Sud-Ouest, Texas, Louisiane et Oklahoma.

Ce plan était destiné à remplir les objectifs de la FSLIC qui consistaient à aider les établissements d'épargne à moindre coût pour l'Etat, en préservant le plus longtemps possible le fonds déjà largement entamé de la FSLIC. Puisqu'il était avéré que le transfert d'une institution coûte beaucoup moins à l'Etat que sa liquidation complète, la FSLIC cherchait à créer des incitations économiques pour amener d'autres groupes à acheter ou à soutenir les établissements en difficulté.

251

Tout d'abord, la FSLIC a voulu remplacer les directions et l'actionnariat responsables de la faillite. Ce qui signifiait vendre les établissements à d'autres institutions financières, saines cette fois, ou à des groupes d'investissement extérieurs. Il était cependant improbable qu'un groupe puisse désirer acheter une institution en difficulté sans une forme quelconque de compensation réglementaire ou financière. Ainsi la FSLIC a mis au point des aides aux acheteurs. Son but était de toucher le maximum d'établissements en utilisant le minimum de capital de la FSLIC.

Comme les caisses d'épargne en difficulté finissaient habituellement par faire faillite en raison des questions de qualité de l'actif, la FSLIC avait besoin d'un système pour minimiser ce risque pour les acquéreurs. La FSLIC leur fournissait une aide par le biais d'accords d'actifs couverts». Essentiellement, elle promettait de compenser toutes les pertes résultant de la mauvaise vente d'actifs estimés de mauvaise qualité. Comme il se passait du temps entre la vente de l'institution et la liquidation des actifs couverts, le mécanisme repoussait ainsi le coût de l'opération. La justification officielle de cette politique était la conviction que c'était seulement une mauvaise passe et l'amélioration cyclique des valeurs d'actifs voulait dire qu'en les couvrant quelques années, on minimisait les pertes éventuelles.

Pourtant, les actifs continuaient à représenter une saignée sur les profits du groupe acquéreur pendant la période où il étaient détenus par le groupe en question. La FSLIC a donc offert des garanties d'étalement aux acquéreurs, autrement dit l'acquéreur recevait la différence entre le rendement comptant des actifs couverts et l'étalement garanti. La combinaison entre la garantie d'actifs couverts et la garantie d'étalement protégeait le groupe acquéreur des mauvais résultats d'actifs non performants.

En outre, les transactions du Plan Sud-Ouest menées par la FSLIC permettaient aux acquéreurs d'utiliser le report de leurs pertes pour être la plupart du temps exonérés d'impôt sur le revenu. Ces nouvelles pertes nettes d'exploitation étaient intéressantes pour les acquéreurs. Elles l'étaient aussi pour la FSLIC puisque cette perte de revenu fiscal affectait le Trésor américain et non pas ses fonds d'assurance.

Enfin, dans les cas où il y avait encore un équilibre entre actif et passif, la FSLIC injectait un billet à terme à un taux intéressant pour l'acquéreur. La FSLIC représentait que ces billets portaient toute la confiance et tout le crédit du gouvernement fédéral, bien qu'on ait pu constater plus tard que tel n'était pas le cas.

La combinaison de ces éléments séduisants ont rendu ce plan très lucratif, même si personne ne se rendait compte à quel point cela pouvait le devenir (en 1992, le gouvernement fédéral a renégoié nombre de ces conventions souvent illégales). Beaucoup de ces avantages devaient expirer fin 1988 et des groupes d'investisseurs se sont formés pour acquérir la franchise offerte à la vente. Dans l'une des transactions les plus célèbre, le financier Ronald Perelman a acquis un groupe de caisses d'épargne connu sous le nom de First Texas Gibraltar. Son groupe a récupéré 75 % de son investissement originel durant le premier trimestre de son activité par le biais des différentes exemptions fiscales et des provisions pour perte. Nous l'avons vu, fin 1988, le Plan Sud-Ouest n'avait réalisé qu'une douzaine d'opérations et, sous la critique croissante du législateur les avantages n'ont plus été renouvelés.

Les opérations «Good Bank-Bad Bank»

Tandis que la majorité des sauvetages d'établissements d'épargne étaient des variations sur le thème de l'aide à l'acquisition, il existait aussi un certain nombre de produits dérivés de la liquidation des banques, regroupés sous le nom d'opérations *Good Bank-Bad Bank*, destinés à sauver les institutions en difficulté. La plupart de ces opérations étaient menées par la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) qui réglementait les banques commerciales et les associations mutuelles d'épargne. La FDIC était une sœur de la FSLIC et passait pour être mieux gérée et mieux capitalisée qu'elle.

La FDIC a senti qu'il valait mieux séparer les actifs non performants et les mettre dans une organisation à part, la *Bad Bank* gérée contre rémunération par le secteur privé mais dont les actifs étaient entièrement publics. Les *Good Banks*, une fois nettoyées, étaient proposées à d'autres banques, plus fortes, dans le même secteur.

La première opération de ce genre a été menée sur la Grant Street National Bank par la Mellon Bank en 1987. Cette transaction était entièrement financée par le secteur privé au moyen d'obligations d'investissement progressif et d'obligations de non-investissement, et d'un escompte considérable fait par la Mellon Bank sur le transfert des actifs à la *Bad Bank*. On a considéré comme un succès le fait que les investisseurs de Grant Street reçoivent plus d'argent que les sommes prévues et plus vite qu'on ne s'y attendait. Bien que cela ait été une transaction privée, il a fallu la bénédiction de la FDIC pour que Grant Street obtienne un privilège séparé, indépendant de la Mellon Bank.

Avec l'aggravation des problèmes immobiliers au Texas à la fin des années 1980, la FDIC est devenue la structure d'accueil des opérations *Good Bank-Bad Bank*. Les banques commerciales texanes ont presque toutes eu des difficultés, écrasées de prêts et d'investissements immobiliers non performants. Ces institutions ont été acquises par des banques commerciales d'autres états, comme la Chemical Bank (qui a repris la Texas Commerce Bank), la North Carolina National Bank (qui a repris la First Republic Bank) et BankOne (qui a repris une partie de MBank). La structure de ces transactions comprenait généralement la création d'une Banque de liquidation gérée par l'institution acheteuse au nom de la FDIC. Ces structures ont stabilisé le problème immobilier mais pas avant que toutes les grandes banques commerciales texanes n'aient été reprises par des banques ou des investisseurs d'autres États.

En 1988, la *Financial Corporation of America* (FCA), banque d'épargne américaine en Californie, a connu des difficultés après une spéculation massive sur des titres garantis par hypothèque. La FSLIC a suivi le modèle des transactions Mellon et Texas pour la restructurer en une structure d'investissement de type *Good Bank-Bad Bank*. Elle a également emprunté des techniques au Plan Sud-Ouest pour monter des avantages fiscaux lucratifs aptes à attirer un investisseur extérieur. Le groupe gagnant, celui du millionnaire texan Robert M. Bass, devait recevoir de l'État un bénéfice fiscal cumulé de plus de 1 milliard de dollars. Le Groupe Bass a acheté la *Good Bank*, qui opère toujours aujourd'hui sous le même nom comme prêteur sur hypothèque privée de la côte Ouest, et gère les actifs de la FDIC (qui a repris la FSLIC).

Ensuite on a vu le même genre d'opération quand la Bank of New England a connu des difficultés en 1990. La FDIC lui a offert la franchise

bancaire et une banque de liquidation du nom de RECOLL (*Real Estate Collecting Bank*). Au terme d'une négociation serrée, Fleet Financial a remporté l'offre, ce qui en a fait la plus grande franchise bancaire de Nouvelle Angleterre.

Un certain nombre d'opérations de ce genre ont été proposées depuis mais seule quelques unes ont été menées à bien. Premièrement, le marché des junk bonds s'est effondré.

Deuxièmement et surtout, la FDIC a décidé de ne plus émettre de privilèges pour les banques de liquidation, en raison principalement des tolérances réglementaires que cela impliquait.

Ces stratégies avaient un avantage sur les transactions assistées au yeux de la FDIC. Dans les transactions assistées, comme le Southwest Plan, la rentabilité des actifs non performants courait pour l'entreprise acquéreuse s'ils dépassaient la valeur comptable de l'actif à l'acquisition. Le gouvernement reprend la perte si l'actif est vendu pour moins que la valeur comptable. Dans une *Bad Bank*, l'Etat reçoit l'ensemble des résultats des mouvements des actifs, qu'ils soient bons ou mauvais. Si bien qu'il ne perd pas plus que dans les transactions assistées et peut toucher plus gros si le redressement de l'actif est plus important que prévu.

L'épuration des établissements d'épargne : entrée de la RTC

Début 1989, le Président Bush a fait adopter une nouvelle loi, la FIRREA (*Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act*), destinée à accroître le contrôle sur les établissements d'épargne et de mettre en place une agence de nettoyage, la *Resolution Trust Corporation*, pour fermer les établissements insolubles et vendre leurs actifs. La RTC allait devenir la plus grande «banque» du pays et liquider plus de 500 institutions, ce qui devait coûter 150 milliards de dollars plus intérêt à l'Etat américain.

Cette nouvelle législation était à la fois longue et complexe. Elle comprenait aussi des dispositions certes destinées à sauver l'industrie de l'épargne mais qui n'a souvent fait que précipiter sa ruine. La FIRREA a remplacé la FSLIC par l'*Office of Thrift Supervision* (OTS) au sein de la FDIC. Le fonds d'assurance de la FSLIC, complètement épuisé par la vague de faillite des établissements d'épargne, a été refondu sous le nom de *Savings Association Insurance Fund* (SAIF) et recapitalisé. La nouvelle loi proposait aussi toutes sortes de modèles organisationnels et bureaucratiques ainsi que toutes sortes de règles de fonctionnement entre les diverses institutions.

Mais l'apport majeur de la FIRREA a consisté dans la *Resolution Trust Corporation* (RTC). Cette entité est partie de rien, sans argent, sans personnel, sans système, politique ni stratégie. En trois ans, elle a dominé tout le

secteur immobilier. Car c'est elle qui avait la charge de liquider les actifs et les dettes des établissements fermés par l'OTS.

La réglementation de la FIRREA n'était pas très explicite sur la manière dont la RTC devait procéder, sinon qu'il fallait que ce soit «au moindre coût pour le contribuable». Avec les années, ce large mandat allait devenir le point le plus chaudement débattu de l'activité de la RTC. Au départ, elle offrait tous son inventaire d'actifs sur une base d'actif individuelle. Pour l'immobilier seul, la RTC a produit cinq catalogues représentant son inventaire initial. Avec le manque d'hommes et de politique, la RTC a vendu peu d'actifs pendant les deux premières années de son existence. Le peu qu'elle ait traité a été placé dans des entreprises de gestion d'actifs appelées SAMDA (du nom d'accords intitulés *Standart Asset Management and Disposition Agreements* signés avec la RTC). Les SAMDA étaient destinés à mettre les actifs sur le marché mais, en raison de la structure de rémunération et du manque général d'affaires immobilières des partenaires de ces accords, les SAMDA avaient tendance à conserver ces actifs et a n'en vendre qu'une faible partie. Le secteur de l'immobilier ainsi que le Capitole sont devenus très critiques. William Seidman, Président de la FDIC et premier Président de la RTC, a calculé qu'au taux de vente initial, il lui faudrait 175 ans pour liquider tous ses actifs. En clair, cette méthode était inefficace et il fallait en trouver une autre.

255

L'ère de la vente en gros commence

La première initiative intéressante a consisté à amener les Centres de vente nationaux à organiser des ventes en gros d'actifs. L'idée était qu'il serait plus facile de vendre ensemble des lots d'actifs similaires, et que l'on réduirait ainsi le personnel nécessaire. D'autre part, la taille des transactions globales attirerait des acheteurs plus compétitifs que les ventes individuelles. Les Centres de vente ont commencé les opérations en 1990; elles ont vendu en 1991 des dizaines de milliards d'actifs, surtout immobiliers, à des investisseurs. La plupart des offres étaient faites par propositions sous pli cacheté.

Les premières ventes de ce type ont été remportées par des groupes d'investissement comme Robert Bass et GE Capital, Goldman Sachs et J.E. Roberts (un des principaux membres des SAMDA), le Morgan Stanley Real Estate Fund et le Hyperion Group de Lewis Ranieri. Ces investisseurs avaient accès à des réserves de cash suffisantes pour des achats avec d'importantes remises. L'importance des premières affaires excluait les investisseurs qui n'étaient pas de première grandeur. La RTC pouvait éventuellement diminuer sa remise, réduire la taille des lots et offrir une meilleure information aux investisseurs, pour permettre l'accès à des

investisseurs plus modestes, mais les grands groupes d'investissement continuaient à dominer les enchères. Par la suite, une seconde vague d'investisseurs (Cargill Financial, Trammel Crow Ventures, First Boston, AEW etc.) est apparue pour accroître la compétition. Fin 1992, les offres lors de ces ventes massives étaient devenues si compétitives que beaucoup des premiers investisseurs avaient abandonné le terrain pour des domaines plus intéressants.

Le développement de la sécuritisation hypothécaire commerciale

On s'aperçut ensuite que ces ventes étaient trop lucratives pour les investisseurs et n'assuraient pas «le moindre coût pour le contribuable». La RTC a répondu en mettant en place un programme massif de sécuritisation. Les établissements de Wall Street étaient invités à venir structurer des sécuritisations à niveau multiple garanties par des prêts et des biens immobiliers. Les couches de dettes seraient proposées au public aux enchères. Pour recevoir des taux progressifs d'investissement, Wall Street exigeait une surcollatéralisation importante, autrement dit, que la valeur d'actif soit nettement plus forte que la valeur des actions vendues au public. En outre, la RTC a élaboré des comptes de réserve spéciale pour se garantir contre des pertes de recouvrement extraordinairement élevées. Chaque actif de sécuritisation était payé par deux établissements: d'une part un serveur Master pour le paiement normal des dettes et d'autre part un serveur spécial pour gérer les liquidations difficiles et les impayés.

Le programme de sécuritisation était destiné à éviter le principal reproche que l'on avait fait au programme de vente massive, à savoir que les investisseurs s'enrichissaient aux dépens des contribuables. Dans le programme de sécuritisation, c'était la RTC, et par extension le contribuable, qui allait recevoir la valeur résiduelle. C'était dans l'ensemble exact. Pourtant ce programme a bientôt commencé à être critiqué à son tour, parce qu'il y avait un risque que ces transactions complexes ne profitent encore au secteur privé. En d'autres termes, la RTC «jouait» avec l'immobilier et misait sur un redressement de sa valeur qui justifierait la stratégie. Une seconde critique liée à la première était que le financement par la sécuritisation était plus coûteux que le taux du Trésor américain auquel l'Etat prêtait pour financer les inventaires de la RTC. La sécuritisation remplaçait donc simplement les fonds moins chers du Trésor par des fonds public plus coûteux sans vendre le risque de nouvelles pertes pour le secteur privé.

Néanmoins, la RTC a continué à vendre des éléments de son inventaire sous forme d'offres sécurisées. Ces offres allaient continuer jusqu'à 1993 où elles allaient progressivement diminuer en raison de la raréfaction des

inventaires d'actifs à vendre. Il faudra des années avant que l'on puisse savoir quelle formule était la plus économique, des ventes massives privées ou des transactions sécuritisées.

Le fonds d'investissement multiple: un hybride de vente groupée et de sécuritisation

La RTC a utilisé pendant quelques temps une autre méthode pour répondre à la montée des critiques sur ses deux premiers programmes. Elle a appelé sa nouvelle initiative le Fonds d'investissement multiple (*Multiple Investor Fund*, MIF). Il s'agissait d'organiser les énormes fonds des offres de la RTC un peu comme des fonds mutuels pour que l'investisseur particulier moyen puisse participer aux profits. Les MIF devaient être dirigés par les grands investisseurs avec la RTC et les investisseurs particuliers partageant côte à côte les profits éventuels. La structure du MIF devait être celle d'un Trust d'investissement immobilier (*Real Estate Investment Trust* ou REIT), qui serait négocié à une grande échelle.

Le REIT a connu des problèmes dès le début car il n'était pas habilité à transférer leur portefeuille comme l'exigeait le MIF. Plus important, la RTC a commencé à s'inquiéter de ce qu'un public non averti puisse ne pas saisir les risques que pouvaient entraîner les MIF et elle ne souhaitait pas que la première vague de MIF soit prise par des investisseurs individuels. La concurrence sauvage de cette première vague a profité à trois finalistes: Sun America / Eastdil, GE Capital / Goldman / Roberts, et AEW / Midland Data. A la suite d'un différent juridique, la RTC a disqualifié Sun America / Eastdil et seuls deux MIF ont émergé. Le temps que les MIF finissent par s'organiser, Bill Clinton était élu et ses représentants à la RTC ont tranquillement fermé le programme des MIF après que l'obligation de livraison minimale d'actif ait été atteinte dans les deux cas, totalisant environ 1,5 milliard de dollars.

La RTC a fermé à peu près tous les établissements d'épargne prévus et vendu le gros de ses actifs. Elle possède toujours environ pour 50 milliards de dollars d'immobilier, du terrain pour la plupart et d'autres actifs difficiles à vendre. Mais il faut noter que les actifs de la RTC ont été vendus en grande partie ou placés entre des mains privées. Ainsi, la catastrophe financière la plus coûteuse de l'histoire des Etats-Unis commence enfin à se colmater.

Méthodes de cession de l'immobilier courant

Malgré toutes les critiques que nous avons mentionnées, on peut reconnaître un certain nombre de conséquences positives à la RTC.

Premièrement, elle a virtuellement créé le marché secondaire de la cession des portefeuilles immobiliers non performants en annexe du programme de vente groupée. Nombreuses sont les banques et les compagnies d'assurance qui ont utilisé ces méthodes et la disponibilité en capital pour liquider des parties de leur portefeuille immobilier en cas de difficultés. Les grandes transactions globales ont touché la First Chicago, la Shawmut Bank, la Bank of America, la Fleet Bank, la Travelers Insurance Co., la Pacific Mutual Insurance et la Chase Manhattan Bank. D'autres devraient suivre. Il y a beaucoup d'acheteurs bien capitalisés intéressés par ce genre de ventes.

Deuxièmement, la RTC a inventé la sécuritrisation de l'immobilier commercial. On avait déjà essayé de faire des sécuritrisations garanties par des hypothèques commerciales mais cela n'avait jamais pris jusqu'à ce que la RTC ne lance ses ventes massives de Séries-M et de Séries-C. Elle a ensuite lancé les Séries-N pour vendre les actifs non-performants. Les mécanismes et les groupes d'investisseurs qui fournissaient du capital à ces nouvelles transactions étaient disponibles pour poursuite de la sécuritrisation de l'immobilier commercial dans des transactions menées par Westinghouse / Lehman et Morgan Stanley / Bank of America. Il y a beaucoup d'autres sécuritrisations en négociation dans les banques et les compagnies d'assurance comme alternative aux ventes massives.

258

Un nombre important d'institutions financières a continué à suivre l'approche traditionnelle de restructuration ou de saisie des crédits immobiliers particuliers. Ces institutions considèrent que la vente massive et les escomptes de la sécuritrisation sont trop importants et que la vente au cas par cas peut maximiser le redressement de l'institution. De grandes banques comme la Citibank ou la Chemical Bank ont réorganisé leurs services pour gérer ces problèmes de crédits individuels.

Il n'est pas évident de déterminer la méthode la moins onéreuse pour gérer les actifs immobiliers non performants. Chaque institution choisit selon la structure de son capital, ses capacités de management, le coût des fonds et son analyse de l'avenir des valeurs immobilières.

Les années 1990 et après: quelles leçons ?

Les dix dernières années ont vu la plus forte érosion des valeurs immobilières de l'histoire des Etats-Unis. Le lien étroit entre immobilier et institutions financières a eu une influence majeure sur le paysage des institutions règlementées. Beaucoup parmi elles ne sont pas encore sorties des problèmes immobiliers et il leur faudra des années pour se remettre totalement.

Rétrospectivement, les politiques américains ont tiré quelques leçons de ce carnage:

1. *Adéquation du capital*: rien ne peut remplacer le niveau adéquat de capitaux propres comme réserve contre les pertes. Les institutions financières sont beaucoup plus endettées que les entreprises américaines en général et doivent mieux veiller à répartir leurs risques d'investissement et à garder des réserves suffisantes contre les pertes.

2. *Contrôle de la réglementation*: il est clair que les problèmes se sont d'autant plus envenimés que le contrôle de la réglementation était inadéquat dans de nombreuses institutions. Les instances de réglementation étaient désarmées contre la vague agressive des opérateurs de banques et d'établissements d'épargne. Si on avait exercé un contrôle plus vigilant et fermé plus tôt les institutions, la coût de l'affaire aurait été infiniment moindre.

3. *Une meilleure gestion des institutions*: celles-ci sont généralement bien gérées. Mais celles qui ont connu des difficultés le doivent généralement à une direction faible ou corrompue. Investisseurs et régulateurs doivent être plus attentifs à surveiller qu'un mauvais management ne prenne pas la direction de l'institution pour la conduire à sa perte.

4. *La rapidité d'action est un atout*: le coût de ces faillites aurait été plus faible si l'Etat avait réagi plus vite pour fermer les institutions insolubles. A la suite de pressions politiques, de disputes juridiques et d'autres tactiques de sursis, les institutions insolubles ont eu l'autorisation de rester en activité bien trop longtemps après que leurs problèmes soient devenus patents.

5. *La vente des institutions en difficulté préserve la valeur de la franchise*: La plupart des institutions en difficulté avaient des franchises bancaires qui représentaient une valeur que d'autres acquéreurs auraient payé cher. La politique de liquidation des franchises entreprise par l'Etat coûte approximativement 10 à 20 % de la valeur d'actif de l'institution contre environ 5 à 10% du coût des actifs dans la transaction d'une banque entière.

6. *Réforme de l'assurance dépôt*: On croit souvent que l'assurance dépôt a contribué au problème en isolant le principal groupe de pourvoyeurs de capital d'une institution, ses déposants, des risques de cette institution. Puisqu'il n'y a pas de discipline de marché, le management de l'institution financière peut être tenté de miser sur des stratégies à haut risque, ayant peu à perdre si le jeu ne donne rien. L'assurance dépôt doit être réformée pour revenir à son but initial, la protection des épargnants non professionnels, et non tous les groupes qui fournissent du capital à l'entreprise.

7. *Re-réglementation*: Dans une industrie aussi importante et aussi sensible que l'industrie bancaire, il doit y avoir la place pour une réglementation qui empêche une compétition fatale. Il y a des activités à

risque qu'une institution financière ne devrait pas avoir le droit d'entreprendre avec des dépôts garantis par l'Etat comme la promotion immobilière. Si les institutions veulent investir dans ces secteurs, elles doivent utiliser un fonds privé et non réglementé. Il n'y a aucune raison que l'Etat soit contraint de garantir des entreprises hasardeuses.

Conclusion

Il est facile, en considérant les vingt dernières années, de voir clairement les problèmes. Nous devons en tirer un enseignement et le convertir en une meilleure gestion des institutions financières. Les conséquences de l'effondrement de l'immobilier ont été sévères: beaucoup de promoteurs et d'institutions financières ont disparu entraînés par cette chute.

En même temps, il faut veiller à ne pas tomber dans l'excès inverse. Le secteur de l'immobilier commercial est trop vaste et trop important pour ne concerner que du capital faible. Une politique et une réglementation réfléchies et appropriées préserveront la santé et la compétitivité de ce marché tout en écartant ce qui pourrait à nouveau susciter des difficultés. Ce n'est pas une tâche aisée mais il est impératif de la mener à bien car nous ne pourrions pas supporter une nouvelle crise de ce genre.

Pour finir sur une note d'espoir, nous commençons à voir apparaître un nouveau marché de l'immobilier avec des acteurs financiers plus forts et un professionnalisme plus grand qu'auparavant. Espérons seulement que cette tendance se poursuive.