

Immobilier commercial : l'énigme de l'absence de cycle¹

L'alternance d'essor et de repli de l'immobilier commercial constitue une source de difficultés pour les établissements financiers². Ainsi, au début des années 90, la correction à la baisse des prix dans ce secteur a entraîné une augmentation significative des charges pour créances douteuses des banques et autres établissements financiers, et a très fortement contribué au ralentissement de l'économie mondiale. Lors du récent cycle conjoncturel, en revanche, l'immobilier commercial a connu une évolution nettement moins marquée. Les prix du logement se sont, certes, notablement accrus dans un certain nombre de pays au cours des cinq dernières années, mais, à quelques exceptions près, ceux des biens commerciaux sont restés nettement en deçà du niveau atteint il y a une décennie.

On peut penser que cette « absence » de cycle de l'immobilier commercial est due en partie à l'expansion rapide de la titrisation, ces dix dernières années, pour trois raisons. Tout d'abord, les nouveaux instruments ont fourni un substitut aux financements bancaires traditionnels et ont pu contribuer à lisser les entrées de capitaux dans ce secteur. Deuxièmement, le développement des techniques de marché a amélioré la transparence de l'information et, peut-être, renforcé la discipline des acteurs. Enfin, l'émission d'actions et obligations immobilières négociables a réparti le risque lié à l'immobilier commercial sur une plus grande variété d'investisseurs.

Néanmoins, ces évolutions structurelles n'impliquent pas la disparition du cycle de l'immobilier commercial. Pour une bonne part, l'absence de boum à la fin des années 90 peut être attribuée à la lenteur avec laquelle ont été résorbées les surcapacités accumulées pendant l'envolée de la fin de la décennie précédente. En outre, l'intégration plus poussée avec les marchés financiers ne saurait protéger l'immobilier commercial de tous les chocs ; de nouvelles sources de volatilité pourraient même apparaître.

¹ L'auteur remercie Gert Schnabel pour l'aide précieuse apportée par ses recherches. Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² Hilbers *et al.* (2001) analysent une série d'épisodes des deux dernières décennies, pendant lesquels une fluctuation excessive de l'immobilier a prélué à une crise bancaire. Borio et Lowe (2002) estiment également qu'une hausse rapide des prix immobiliers pourrait dénoter la formation de déséquilibres financiers.

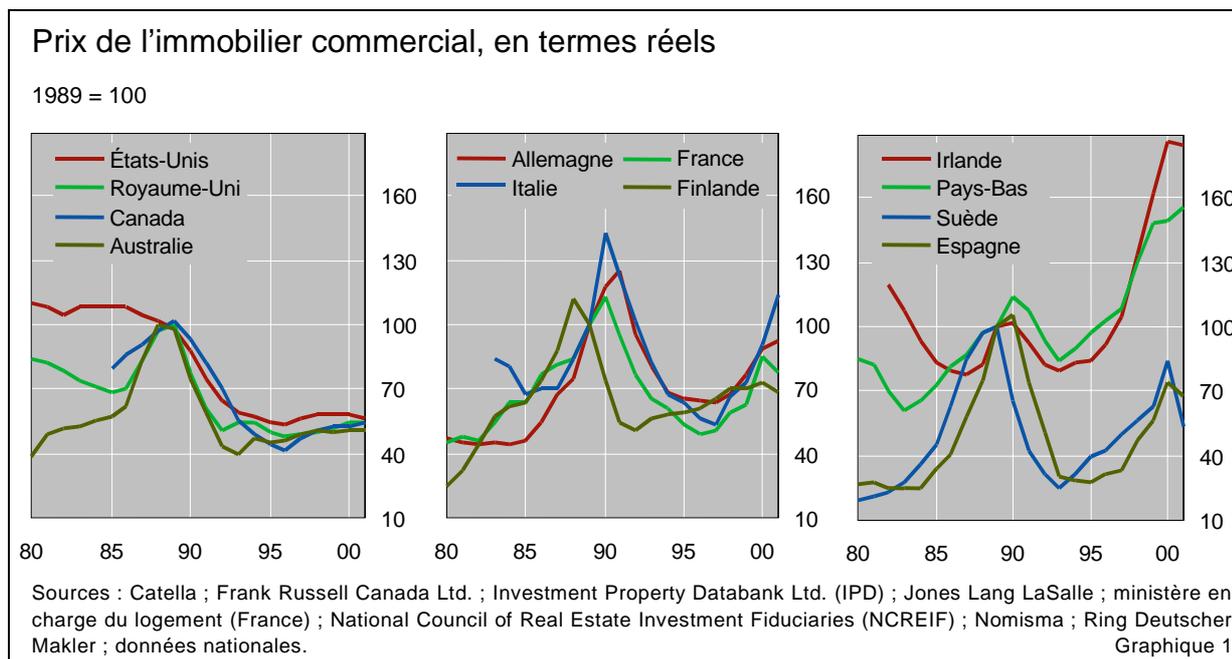
Évolution de l'immobilier commercial

Fléchissement au début des années 90

L'alternance essor/repli a beaucoup contribué aux difficultés financières du début des années 90 ...

L'immobilier commercial a joué un rôle prépondérant dans le cycle conjoncturel du début des années 90³. Dans la plupart des pays industriels, les prix n'ont cessé de progresser dans ce secteur pendant la deuxième moitié des années 80, sous l'effet d'une accélération de l'augmentation du revenu réel et de la vive expansion du crédit au secteur privé (graphique 1). L'optimisme qui prédominait sur les marchés a dynamisé le bâtiment, qui a lui-même stimulé l'ensemble de l'économie. Cependant, lorsque l'activité a ralenti et que la demande immobilière s'est effondrée, les biens commerciaux se sont largement dépréciés, ce qui a mis en difficulté certains établissements financiers. Dans de nombreux cas, on a observé un recul de la rentabilité et une détérioration générale de la qualité des actifs du secteur bancaire, dus non seulement aux conséquences directes de l'accumulation des pertes sur prêts, mais aussi à la dégradation du bilan d'entreprises ayant emprunté contre des sûretés immobilières⁴. Les prêts à ce secteur ont donc logiquement été notablement réduits, ce qui a amplifié le cycle de l'immobilier commercial.

Le cycle essor/repli de l'immobilier commercial au tournant des années 80-90 peut en partie être attribué à la libéralisation financière de la



³ Voir BRI (1993) pour une étude détaillée du comportement de l'immobilier pendant cette période. Wheaton (1999) propose à la fois des analyses empiriques et une explication théorique du cycle des prix de l'immobilier commercial aux États-Unis.

⁴ Kiyotaki et Moore (1997) formulent un cadre théorique dans lequel les emprunts garantis peuvent constituer un puissant mécanisme de transmission par lequel un choc modéré et temporaire fait varier de manière ample et durable les prix des actifs et la production. Dans une étude comparative sur plusieurs pays, Borio (1995) montre de manière empirique un recours massif aux garanties immobilières.

décennie 80, en particulier dans les pays nordiques. Avec l'apparition de certaines catégories d'établissements financiers moins strictement réglementés, les emprunteurs ont pu avoir accès, à moindre coût, à de nouvelles sources de financement sur les marchés domestiques et internationaux, ce qui a intensifié les pressions à la hausse sur les prix immobiliers. Soumis à une vive concurrence, ces établissements ont probablement été amenés à sous-facturer le risque associé à ces emprunts, accentuant ainsi la vulnérabilité du système financier dans son ensemble.

Évolution récente

Les prix de l'immobilier commercial suivent un comportement très différent depuis le début du dernier cycle conjoncturel (graphique 1). Dans la plupart des pays, ils fluctuent tout au plus modérément, alors que, dans certains, l'immobilier résidentiel atteint des records⁵. Rares sont les pays anglophones à connaître un boum de l'immobilier commercial. Dans ce groupe, les prix se montrent relativement stables, après un net repli dans la première moitié des années 90. Dans la majeure partie de l'Europe, les marchés se redressent vivement depuis la même époque, mais les prix restent bien inférieurs, en termes réels, à ceux d'il y a une décennie. Seules exceptions notables : l'Irlande et les Pays-Bas, où ils sont montés à des plus hauts historiques ces dernières années. Au Japon, ils continuent de refluer, ce qui intensifie les pressions sur un secteur bancaire fragile et une économie atone.

... mais est quasiment absente depuis quelques années

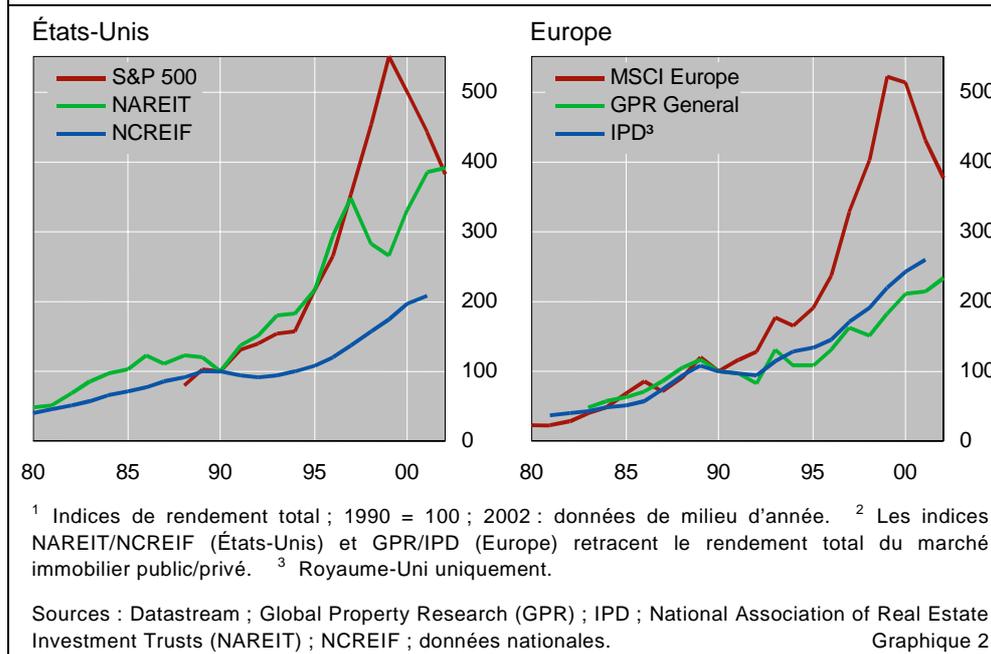
Aujourd'hui, l'économie mondiale s'essouffle et les établissements financiers enregistrent des pertes croissantes sur leurs crédits aux entreprises. En revanche, l'immobilier commercial obtient de bons résultats et, le plus souvent, le secteur bancaire a très bien résisté jusqu'ici. Cette situation transparaît dans le taux d'impayés historiquement faible sur les prêts pour biens commerciaux. En outre, l'immobilier procure depuis quelques années des rendements solides, supérieurs à ceux des indices boursiers (graphique 2), et constitue une voie de diversification attrayante pour les investisseurs.

L'immobilier se porte bien

C'est la demande qui joue ici un rôle prépondérant. Certains secteurs, en particulier technologie, médias et télécommunications ainsi que tourisme, subissent une contraction. Cette situation contraste fortement avec celle du début des années 90, lorsque les principaux problèmes résultaient d'une offre excédentaire. On ne peut pas exclure une progression des taux d'inoccupation et des défauts de paiement à brève échéance, mais, la construction procédant à un rythme modéré sur la plupart des marchés, les conditions semblent plus favorables qu'au début des années 90 dans la majorité des pays.

⁵ Dans la plupart des économies industrielles (à l'exception de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse), l'immobilier résidentiel enregistre de fortes plus-values depuis 1998. En termes réels, les prix se situent à un niveau record dans nombre de pays : Australie, Belgique, Danemark, Espagne, États-Unis, France, Irlande, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède.

Immobilier commercial et actions : rendement^{1, 2}



Nouvelles méthodes de financement de l'immobilier commercial

La bonne tenue récente de l'immobilier commercial est due en partie au caractère bénin du tassement de l'activité mondiale et au faible niveau général des taux d'intérêt⁶. Néanmoins, elle peut aussi s'expliquer par le fait que, dans de nombreux pays, ce secteur n'a pas connu d'emballement à la fin des années 90. Rétrospectivement, il est possible d'attribuer cette absence de cycle à l'émergence de méthodes de financement novatrices pendant la dernière décennie. De nouveaux instruments sont en effet apparus lorsque les sources traditionnelles, telles que banques et sociétés d'assurances, se sont amenuisées. Depuis, des instruments négociables (actions et obligations), en particulier, progressent rapidement et prennent une importance inédite.

Retracer de manière exhaustive le rôle des financements de marché pour l'immobilier commercial est une tâche délicate. Étant donné la nature des structures d'intermédiation, les strates de financement peuvent se révéler très complexes et différent notablement d'un pays à l'autre. En outre, les informations disponibles sont assez fragmentaires. Il est néanmoins possible de dessiner les grandes tendances.

Sociétés immobilières

L'investissement en titres immobiliers négociables peut se faire par l'acquisition d'actions ou parts de sociétés cotées ou de fonds de placement (aux États-Unis : *real estate investment trusts* - REIT). Par définition, ces deux types d'entités doivent tirer de l'immobilier au moins 75 % de leur chiffre

Les sociétés
immobilières ...

⁶ Voir BRI (2002) et Sutton (2002) à ce sujet. En outre, l'intégration économique croissante et l'avènement de l'euro, en favorisant les investissements immobiliers transfrontières, ont apporté un soutien supplémentaire aux marchés immobiliers européens.

d'affaires brut : placements (loyers perçus ou intérêts sur prêts hypothécaires) ou promotion. Cependant, les fonds de placement se distinguent des sociétés cotées par trois aspects importants. Tout d'abord, ils ont un statut particulier qui les exempte de l'impôt sur les sociétés ; en contrepartie, ils sont tenus de distribuer aux actionnaires au moins 95 %⁷ de leur bénéfice net. Ensuite, ils se caractérisent par un endettement relativement faible (45 % en moyenne aux États-Unis, et même moins en Australie). Parce qu'ils engagent leurs propres capitaux, les participants sont a priori moins enclins à construire massivement en spéculant sur la demande à venir. Enfin, les fonds de placement se consacrent moins aux activités de construction et de promotion ; leurs revenus proviennent principalement des loyers ou des intérêts perçus sur les prêts hypothécaires, plus stables sur l'ensemble du cycle conjoncturel. En revanche, certaines sociétés cotées (particulièrement à Hong-Kong RASS et au Japon) constituent des conglomérats et ont davantage tendance à participer à la promotion, voire à opérer dans d'autres secteurs, comme les télécommunications ou le transport maritime.

Ces structures ont connu une expansion rapide, mais d'un rythme variable selon les pays (tableau 1). En Europe, les sociétés cotées ont pris un essor précoce : en 1990, le volume total des titres de propriété négociables ressortait à \$64 milliards. Cette tendance s'est poursuivie au cours de la dernière décennie. Sur les deux principaux marchés européens, Royaume-Uni et Allemagne, la capitalisation de ce secteur a plus que doublé depuis 1991. La France, avec un repli de près d'un tiers, constitue une exception.

... ont progressé régulièrement en Europe ...

Les fonds de placement immobilier prédominent aux États-Unis, tout comme en Australie, depuis les années 60. Outre-Atlantique, ils ont néanmoins accusé un net retard sur les sociétés immobilières européennes jusqu'en 1992. Depuis lors, ils progressent à un rythme très soutenu et ont dépassé le marché européen en 1997, pour atteindre aujourd'hui une capitalisation de plus de \$150 milliards (graphique 3). En septembre 2001, ils sont devenus les

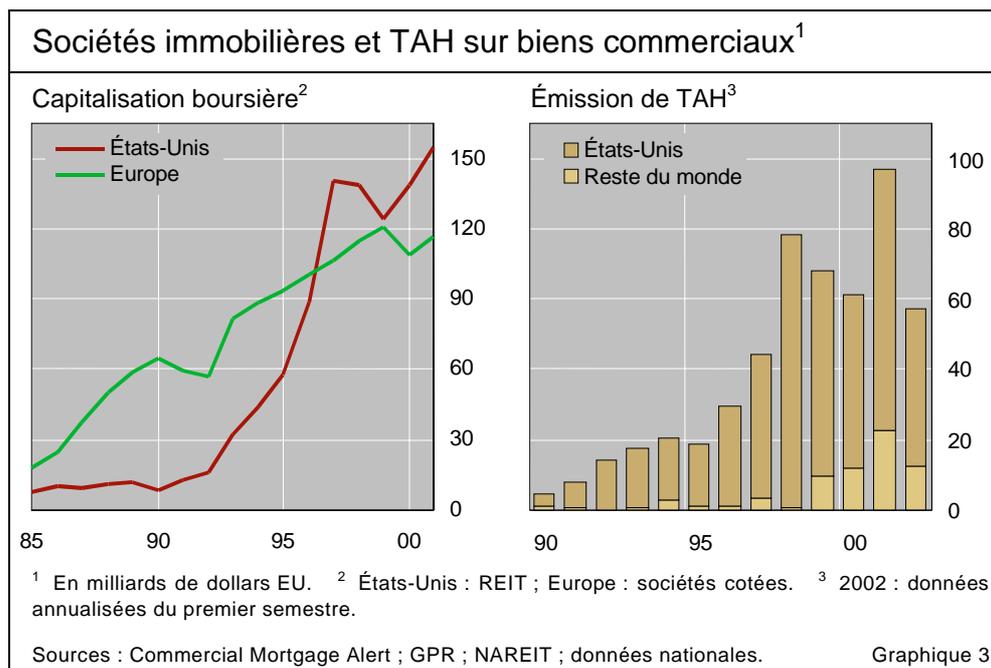
... et rapidement aux États-Unis et en Australie

Développement des sociétés immobilières ¹									
Capitalisation boursière, en milliards de dollars EU									
	1985	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001
États-Unis	7,7	9,7	11,7	13,0	32,2	57,5	140,5	124,3	154,9
Europe ²	17,7	37,2	58,7	60,2	82,2	94,3	107,2	122,5	118,8
Allemagne	3,3	8,0	9,6	13,4	24,3	34,2	28,8	44,3	45,4
France	2,9	5,0	16,3	17,0	20,1	19,6	14,5	11,2	11,0
Royaume-Uni	7,1	13,6	16,4	14,9	21,2	21,8	40,3	40,6	32,3
Japon	12,0	40,5	67,5	37,8	32,2	38,9	33,3	27,6	27,2
Australie	–	–	–	–	7,8	12,4	16,6	25,9	22,5
Hong-Kong RASS	6,2	7,7	12,4	17,2	44,8	98,6 ³	57,8	49,5	40,8

¹ États-Unis : REIT - *real estate investment trusts* ; Australie : LPT - *listed property trusts* ; autres pays : sociétés immobilières cotées ; données de fin d'année. ² Ensemble des pays d'Europe occidentale. ³ 1996 (pic du marché).

Sources : GPR ; NAREIT ; données nationales. Tableau 1

⁷ Cette exigence a été ramenée à 90 % à compter du 1^{er} janvier 2001 aux États-Unis.



principaux investisseurs institutionnels sur actions dans l'immobilier, devant les fonds de pension. Ils s'adjugent actuellement près de 40 % de ce marché, qui se chiffre à quelque \$373 milliards. En Australie, après avoir enregistré une croissance rapide depuis 1993, les fiducies immobilières cotées (*listed property trusts* - LPT) présentent une capitalisation d'AUD 44 milliards et contrôlent environ un tiers de l'immobilier commercial.

Le Japon et Hong-Kong RASS constituent deux exceptions notables au développement général de ces marchés. Au Japon, la capitalisation boursière des sociétés immobilières cotées a régressé d'environ 60 % depuis 1989. L'éclatement de la bulle de l'immobilier commercial continue de peser sur le secteur bancaire et d'entraver une économie déjà affaiblie. À Hong-Kong, le marché n'a pas encore surmonté le repli significatif dû à la crise asiatique.

Titres négociables liés à des actifs immobiliers

Le changement le plus profond survenu depuis une dizaine d'années sur le marché de la dette liée à l'immobilier commercial est le vif développement des titres adossés à des hypothèques (TAH). Ces instruments négociables résultant de la titrisation des versements d'intérêts sur un portefeuille de prêts sont apparus aux États-Unis, dans le prolongement des TAH sur biens résidentiels. Cependant, il a fallu attendre le début des années 90 pour les voir acquérir une véritable stature. Depuis, ils poursuivent leur expansion et progressent à un rythme croissant en Europe.

La Resolution Trust Corporation, créée pour résorber les prêts en souffrance des caisses d'épargne et de crédit américaines, est en grande partie à l'origine de l'accroissement rapide des émissions de ces TAH aux États-Unis durant la première moitié des années 90. Initialement temporaire et destiné à assainir le secteur des prêts immobiliers improductifs, cet instrument a ensuite largement servi à obtenir des financements TAH sur les marchés et à gérer les portefeuilles de prêts. Il a supprimé plusieurs des obstacles à

Les TAH sur immobilier commercial ont pris leur essor aux États-Unis ...

l'activité des acheteurs institutionnels de dette hypothécaire à long terme. En particulier, il a atténué l'incertitude entourant les flux de trésorerie en regroupant des prêts ; il a accru la liquidité des investissements grâce à un marché secondaire actif ; il a conféré plus de souplesse aux investisseurs dans la gestion de leur exposition envers l'immobilier commercial. En septembre 2001, ces TAH représentaient 14,8 % de l'encours des créances hypothécaires sur biens commerciaux aux États-Unis (\$1 680 milliards). Ce pourcentage dépassait celui des sociétés d'assurances ; seul celui des banques commerciales lui était supérieur.

Ailleurs, les marchés des TAH sur biens commerciaux sont restés pratiquement en sommeil jusqu'au milieu des années 90. Leur expansion a ensuite été stimulée à la fois par des banques, soucieuses d'alléger leurs engagements pour améliorer leur ratio de fonds propres, et par des investisseurs, incités par l'accélération de l'intégration économique à rechercher des produits transfrontières. En 2001, l'émission de ces titres en Europe a atteint le niveau record de \$18,7 milliards. C'est au Royaume-Uni et en Italie que la progression a été la plus forte (respectivement +60 % et +280 %, à des montants de \$8,2 milliards et \$7,3 milliards).

... puis en Europe

Parallèlement, dans la zone euro aussi, la titrisation des prêts hypothécaires a fortement augmenté, via des produits de type *Pfandbriefe* (obligations foncières), depuis l'avènement de la monnaie unique⁸. Ces instruments servent aujourd'hui de support à quelque 19 % des emprunts hypothécaires en Europe ; leur encours avoisine €562 milliards⁹. Les deux plus gros utilisateurs sont l'Allemagne et le Danemark, avec une part de marché de 43 % et 29 % respectivement.

Incidence des nouvelles sources de financement

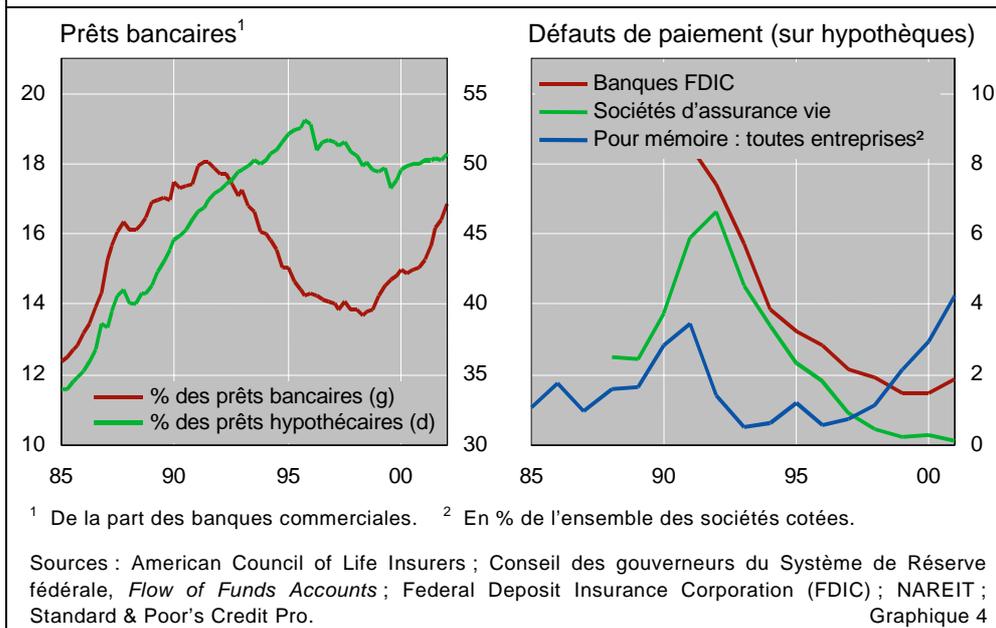
Le développement rapide des techniques de marché a pu contribuer d'au moins trois manières à atténuer le cycle de l'immobilier commercial. On peut tout d'abord penser que l'apparition de sources supplémentaires a aplani les variations conjoncturelles au niveau de la collecte de fonds. Elle a ensuite renforcé la discipline de marché, ne serait-ce que par une plus grande transparence de l'information. Enfin, elle a permis une meilleure répartition du risque, notamment en remédiant à sa concentration entre les mains des intermédiaires à effet de levier.

Cette évolution a diminué le rôle du crédit bancaire dans le financement de l'immobilier et réduit celui des intermédiaires traditionnels. Certains éléments tendent à montrer que la diversification des ressources a contribué à

⁸ Ces obligations hypothécaires ou lettres de gage sont adossées à des emprunts contre hypothèques de premier rang. Elles diffèrent des TAH en ceci que les actifs demeurent au bilan de l'émetteur. Mastroeni (2001) décrit l'évolution récente des produits de type *Pfandbriefe* dans la zone euro et dans nombre de pays d'Europe orientale.

⁹ Il convient d'interpréter ces chiffres avec prudence, car ils comprennent les obligations hypothécaires adossées à des prêts immobiliers résidentiels aussi bien que commerciaux. Aux États-Unis, le marché correspondant a atteint un encours de \$2 800 milliards en 2001.

Immobilier commercial aux États-Unis



La titrisation immobilière permet de diversifier les modes de financement ...

lisser l'apport de capitaux à l'immobilier commercial. Au début des années 90, l'émergence des fonds de placement immobilier et des TAH sur biens commerciaux a coïncidé avec une forte contraction des prêts hypothécaires commerciaux au moment où les banques et les caisses d'épargne et de crédit étaient vivement poussées à restructurer leur bilan. Inversement, lorsque les financements de marché ont commencé de marquer le pas, les canaux traditionnels ont redémarré. À partir de 1999, en effet, les fonds de pension et les investisseurs privés ont accéléré leurs achats nets dans l'immobilier et les banques commerciales ont régulièrement accru leurs prêts (graphique 4).

... de rendre l'information plus transparente ...

Le développement des financements de marché a également servi la transparence de l'information. La publication des prix des titres négociables fait connaître sans délai l'évolution des préférences et des préoccupations des intervenants. En outre, la demande d'informations de la part des investisseurs et les exigences légales de publicité ont encouragé la création d'une infrastructure de communication rapide sur la situation de l'immobilier et des prêts. À mesure qu'analystes, investisseurs, consultants et agences de notation se sont davantage intéressés aux résultats des investissements, l'information s'est faite plus abondante, plus détaillée et plus immédiate.

... de renforcer la discipline de marché ...

Ces facteurs ont participé au renforcement de la discipline financière. Avec l'amélioration des données concernant non seulement l'état du marché immobilier, mais aussi les tendances plus générales, il est devenu nettement plus facile de détecter les déséquilibres affectant le secteur et la sphère financière. En témoigne l'évolution des fonds de placement immobilier aux États-Unis en 1997-99 : pendant cette période, l'activité du bâtiment s'est accrue et le taux d'inoccupation a légèrement augmenté, entraînant une baisse rapide de la rentabilité. Face au repli du rendement de marché, ces fonds ont dû réduire leurs investissements, ce qui a contribué à empêcher l'accumulation de surcapacités.

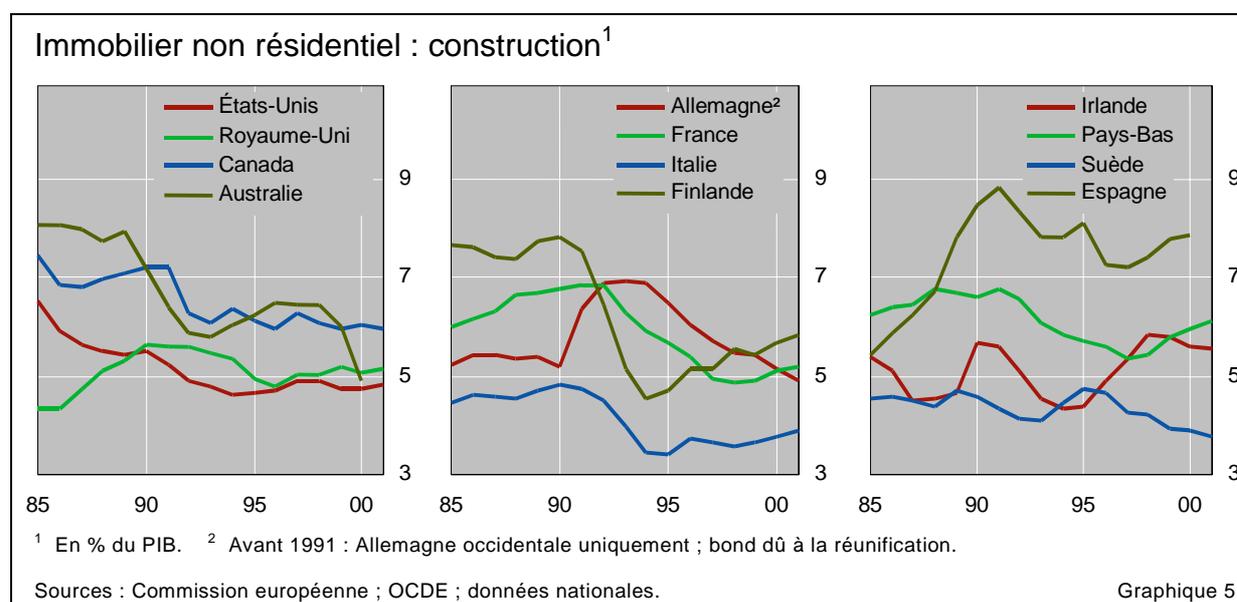
Le développement des techniques de marché a également permis une meilleure répartition du risque sur l'ensemble de l'économie. Avec l'essor des fonds de placement immobilier, qui font peu appel à l'effet de levier, la structure de propriété du marché est probablement devenue plus résistante aux chocs. En outre, la titrisation des crédits hypothécaires sur biens commerciaux facilite la gestion des portefeuilles de prêts immobiliers par les banques et autres établissements financiers. Aujourd'hui, par exemple, on peut estimer que ces TAH sont tout aussi liquides que les obligations d'entreprises ; l'activité soutenue sur les marchés primaire et secondaire des actions et obligations du secteur permet aux agents économiques de mieux gérer leurs risques et d'équilibrer plus aisément actifs et passifs. Les tensions consécutives à un recul des prix de l'immobilier peuvent ainsi être réparties sur une gamme plus étendue d'investisseurs dans l'ensemble des marchés financiers, au lieu de peser uniquement sur le secteur bancaire. Il est donc possible que l'exposition potentielle des établissements financiers à effet de levier vis-à-vis de l'immobilier commercial ait été réduite, ce qui peut abaisser la probabilité de difficultés financières.

... et de contribuer à la résistance des établissements financiers

La fin du cycle de l'immobilier commercial ?

Pour l'avenir, le développement des techniques de marché devrait continuer de produire un effet stabilisateur dans l'immobilier commercial, par les voies qui viennent d'être décrites. Il ne faut pas surestimer le rôle de ce développement dans l'atténuation du cycle au cours des années 90 et il n'y a pas lieu de conclure à la disparition de l'alternance essor/repli dans ce secteur. Plusieurs mécanismes déclenchant ou amplifiant ce phénomène demeurent et conservent une influence majeure. De plus, son intégration croissante aux marchés financiers ne met pas l'immobilier commercial à l'abri des chocs. De fait, il pourrait même se trouver exposé à de nouvelles sources de volatilité, y compris en présence de fondamentaux économiques favorables.

Le cycle continue d'exister parce que : ...



... la lenteur de l'absorption des surcapacités a joué un rôle significatif dans la conjoncture actuelle ...

Premièrement, l'absence de cycle de l'immobilier commercial à la fin de la décennie 90 découle sans doute en grande partie du cycle précédent. Le souvenir douloureux des années qui avaient été nécessaires pour résorber les surcapacités aura pu inciter les intervenants à mieux gérer leurs risques. Dans la majorité des pays, la part de la construction non résidentielle dans la production nationale est, depuis plusieurs années, inférieure à son niveau de 1990 (graphique 5). En outre, le recul dans le bâtiment a été plus marqué là où les prix de l'immobilier avaient chuté au début de la décennie 90 : Australie, Canada, Finlande, France et Italie, notamment ; la seule exception est l'Irlande, qui enregistre une vive progression, parallèlement à une flambée des prix immobiliers depuis 1995.

... les délais de construction et les lacunes de l'information demeurent ...

Deuxièmement, le cycle de l'immobilier reste essentiellement déterminé par l'existence d'une rigidité propre à ce secteur : des décalages temporels importants dans les domaines de la construction et de l'offre. En effet, les promoteurs ont tendance à accroître l'offre en période de hausse des prix. Cependant, puisque plusieurs années sont parfois nécessaires pour achever un bâtiment, la demande peut très bien être retombée lorsque celui-ci est prêt à être occupé, d'où une baisse des prix. La lenteur de l'ajustement de l'offre à une demande variable entraîne donc des inefficiences et continue de susciter une alternance essor/repli.

... l'exposition des banques à l'immobilier commercial reste significative ...

Troisièmement, la relation entre secteur bancaire et immobilier commercial demeure étroite. Malgré le développement rapide des techniques de marché, les prêts bancaires continuent de représenter la première source de financement de l'immobilier commercial. Comme par le passé, la hausse des prix immobiliers peut donc améliorer le bilan des établissements financiers et encourager l'octroi de nouveaux prêts immobiliers. Inversement, une dépréciation des biens reste une source de tensions financières pour le système bancaire. La capacité de résistance de ce dernier, ainsi que des autres établissements financiers, face à une telle situation dans le nouvel environnement n'a pas encore subi l'épreuve des faits.

... les marchés financiers ne sont pas à l'abri des chocs ...

Quatrièmement, les marchés financiers sont eux-mêmes vulnérables. La liquidité qui fait l'attrait de la titrisation aux yeux des investisseurs a également un revers. Si les utilisateurs de capitaux peuvent avoir ainsi un accès rapide à diverses sources de financement, les bailleurs de fonds peuvent aussi se retirer promptement. Les retournements observés ces dernières années sur les marchés des actions illustrent à quel point l'offre de capitaux peut être sensible aux changements de sentiment. En période de boum, la vigueur des anticipations et l'illusion de liquidité peuvent inciter les prêteurs à abaisser leurs critères. Inversement, leur réticence peut entraîner un tarissement des capitaux et un pessimisme renforçant les pressions sur les prix. C'est dans un cercle vicieux de cette nature qu'est entraîné le marché des actions au Japon et à Hong-Kong RASS depuis plusieurs années.

... de nouvelles sources de volatilité peuvent apparaître

Enfin, à mesure que l'immobilier commercial poursuit son intégration aux marchés financiers, de nouvelles sources de volatilité peuvent mettre en péril l'accès aux financements, même lorsque le bâtiment se porte bien. Des perturbations telles que le moratoire russe ou l'implosion de Long-Term Capital Management, en 1998, ont accru de 100 points de base la prime de risque des

TAH sur biens commerciaux et asséché la liquidité pratiquement du jour au lendemain. Autre exemple : la faillite de Criimi Mae, à l'automne 1998. Ce fonds de placement immobilier hypothécaire étant alors le principal acheteur de tranches de TAH de qualité inférieure sur biens commerciaux, sa chute a entraîné une pénurie de demande qui n'a pas été totalement résolue à ce jour. La capacité limitée du marché à absorber ces tranches à haut risque constitue l'un des obstacles majeurs à la poursuite de son expansion.

Conclusion

Le développement des techniques de marché (titres de propriété et de dette) dans l'immobilier commercial s'est traduit par une intégration plus étroite aux marchés des capitaux. À terme, une baisse des prix dans ce secteur pourrait être moins perturbatrice pour les banques, car le risque est désormais réparti sur une plus grande variété d'investisseurs. De même, il serait aujourd'hui moins probable que le cycle de financement amplifie les variations de prix dans l'immobilier commercial. Il n'y a toutefois pas lieu de conclure à la disparition du cycle de l'immobilier commercial. Celui-ci pourrait même être exposé à de nouvelles sources de volatilité et l'histoire montre que les marchés financiers sont aussi vulnérables aux chocs que les banques.

Références

Banque des Règlements Internationaux (1993) : « Prix des actifs et gestion des difficultés financières », *63^e Rapport annuel*, Bâle, chapitre VII, pp. 163-198.

Banque des Règlements Internationaux (2002) : « Interactions entre secteur financier et économie réelle », *72^e Rapport annuel*, Bâle, chapitre VII, pp. 129-149.

Borio, C. (1995) : « The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy : a cross-country comparison », *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, pp. 59-105.

Borio, C. et P. Lowe (2002) : « Asset prices, financial and monetary stability : exploring the nexus », communication lors de la conférence 2002 Asset Price Bubbles, Chicago, *BIS Working Papers*, n° 114, juillet.

Hilbers, P., Q. Lei et L. Zacho (2001) : « Real estate market developments and financial sector soundness », *IMF Working Paper*, WP/01/129.

Kiyotaki, N. et J. Moore (1997) : « Credit cycles », *Journal of Political Economy*, vol. 105, n° 2, pp. 211-248.

Mastroeni, O. (2001) : « Pfandbrief-style products in Europe », *BIS Papers*, n° 5, pp. 44-66.

Sutton, G. (2002) : « Prix de l'immobilier : déterminants », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2002.

Wheaton, W. (1999) : « Real estate 'cycles' : some fundamentals », *Real Estate Economics*, vol. 27, pp. 209-230.