

Les banques sont encore handicapées par leurs encours immobiliers, même si elles sont dans des situations très dissemblables face à ce problème. La seule solution définitive serait la cession mais elle n'est pas envisageable à grande échelle. Toutefois, ces encours ne menacent plus aujourd'hui la survie des établissements.

Peut-on parler de la fin de la crise immobilière pour les banques ?



Philippe Tannenbaum
Analyste financier
secteur immobilier



Alain Tchibozo
Analyste financier
secteur bancaire

CPR Finance

L'année 1997 pourrait bien être l'année du tournant de la crise dans le secteur immobilier. Depuis plusieurs mois, en effet, on constate sur le marché du physique un retour des investisseurs internationaux. Ce sont ces derniers dont la présence conditionne la bonne tenue du marché immobilier et dont le départ avait marqué le début de la crise en 1991.

Leur retour s'analyse comme un signe que les valeurs, locatives comme vénales, ont vraisemblablement atteint un plancher, et que l'équilibre qui en résulte, spécialement en termes de rendements, est jugé dorénavant satisfaisant pour l'investisseur de long terme. La présence de ces investisseurs se révèle toutefois particulièrement sélective. Elle concerne pour le moment essentiellement le secteur des centres commerciaux, et pour ce qui concerne les bureaux, les localisations emblématiques du Triangle d'Or ainsi que La Défense. On ne peut en aucun cas encore parler d'un flux massif venant irriguer l'ensemble du marché.

Pour ce qui concerne le marché des cessions de créances, celui-ci n'a pas connu de véritable démarrage. Le montant total d'opérations qui se sont déroulées est resté autour de 14 milliards de francs de créances brutes cédées, très en deçà des chiffres attendus (les observateurs prévoient en particulier un premier paquet d'une quarantaine de milliards de francs).

Le problème immobilier des banques doit s'analyser au travers de ces informations. La qualité de leurs encours concernés par la crise ainsi que celle des actifs sous-jacents reste encore difficilement appréhendable pour l'observateur extérieur, et seuls y ont accès, au cas par cas et à l'oc-

casion des procédures de cession, les équipes intervenant dans le cadre des évaluations. On dispose cependant de quelques éléments de référence.

Gérer et commercialiser les actifs récupérés ?

Pour ce qui concerne les actifs physiques, c'est-à-dire les immeubles récupérés à l'issue d'une procédure de conciliation ou de la mise en jeu des hypothèques, il se pose, d'une part, le problème de leur terminaison ou de leur entretien, les équipes initialement en charge de cette tâche ayant bien souvent disparu, et d'autre part, celui de leur commercialisation.

En ce qui concerne le premier point, un facteur de différenciation fort entre banques réside dans le fait que certaines, telle la Société générale, se sont dotées de leurs propres équipes de promotion, et disposent donc d'un avantage appréciable, puisqu'elles sont en mesure de reprendre et de gérer les chantiers en cours. Elles sont malheureusement rares à se trouver dans ce cas.

Le problème de la commercialisation, de son côté, ne se pose pas vraiment pour les actifs de qualité, par exemple des immeubles d'habitation bien situés, récupérés à la suite de la défaillance d'un promoteur pour surendettement mais non pour inadaptation de ses produits à la demande (nous pensons par exemple à Bréguet) et achevés dans de bonnes conditions. Leur cession dépend essentiellement de l'appétence du marché et de ce point de vue le rebond connu par le marché immobilier pour les produits d'habitation à la fin de l'année 1996 a certainement permis l'allègement des stocks. Cependant, ce rebond semble

aujourd'hui avoir fait long feu ; de plus, il nous paraît assez certain que le gros des actifs concernés se situe dans le secteur des bureaux, et qu'il constitue la plus grande partie du stock de bureaux vides de la région parisienne. Or, ce dernier ne se dégonfle pas : il reste depuis plusieurs années stable autour de 3 millions de m². Tout laisse à penser qu'il a vocation à sortir graduellement du marché, au fur et à mesure de sa déqualification technologique et de la mise sur le marché de produits neufs. Le problème risque dans ce cas de devenir permanent.

La qualité des portefeuilles de créances s'est dégradée

Pour ce qui concerne le portefeuille de prêts à des professionnels défaillants, il faut remarquer qu'au terme de cinq années de crise, durant lesquelles les portefeuilles ont été cédés, puis recédés, ou durant lesquelles ils sont restés en déshérence, ne serait-ce que du fait du départ des équipes qui les géraient, leur qualité s'est dégradée. Leur capacité à se transformer en titres de propriété de plein exercice est bien souvent devenue fort mauvaise.

La solution de la cession pure et simple par les banques et leurs structures de cantonnement de leurs portefeuilles, tant de créances que d'actifs, a été évoquée (entre autres dans ces colonnes mêmes) et a commencé à recevoir une application. Cette solution présente de nombreux avantages théoriques : nettoyage instantané des encours, restauration de l'image de la banque, possibilité de consolider le *rating*, avec une implication directe sur le coût de ses ressources et sur sa capacité à développer des activités de nature fiduciaire.

L'analyse des opérations qui ont réussi, ainsi que de celles qui n'ont pas abouti (on se rappelle en particulier la mise sur le marché, par Suez, de la quasi totalité de son portefeuille, pour un montant net d'une douzaine de milliards, qui s'est finalement concrétisée par la cession d'un encours limité à quatre milliards) laisse cependant penser que cette solution est inapplicable à grande échelle. Les acquéreurs potentiels de ces portefeuilles, qui sont presque exclusivement américains, sont

nés par trois caractéristiques françaises :

- le statut des garanties, avec un rendement de l'hypothèque décevant par rapport à la situation américaine ;
- la difficulté à faire jouer un effet de levier fiscal, du fait de l'absence de supports, dans lequel verser les portefeuilles repris, qui bénéficieraient de cet effet de levier (les États-Unis ont leurs Reits, les Sicomi françaises ont été supprimées) ;
- le fait enfin que les sources de refinancement soient moins larges que dans leur pays, avec en particulier la faible vraisemblance d'une introduction en bourse des véhicules assez risqués servant de support aux rachats.

Aucun de ces points n'apparaît véritablement dirimant, mais ils se traduisent, pour les acquéreurs potentiels, par l'exigence de primes de liquidité et l'adoption de comportements très sélectifs.

La cession de créances ne paraît pas possible à grande échelle

Ceci rejoint une seconde série de problèmes. Les taux d'actualisation appliqués par les acquéreurs potentiels aux séquences de *cash-flows* prévisionnels sécrétés par ces portefeuilles, pour les évaluer, sont très élevés, car ils tiennent compte des incertitudes subsistantes sur l'orientation du marché, de la rareté de l'information disponible pour établir des modèles de comportement de ce marché, de la mauvaise qualité, précédemment évoquée, des créances.

Dans les différentes opérations qui se sont concrétisées ❶, les offres de rachat se sont faites en moyenne à moins de 30 % de

❶ Opérations de cessions réalisées*

Au 31.07.1997	Montant brut cédé (A) en MdF	Montant net cédé (B) en MdF	Prix de vente (C) en MdF	C/A	C/B
UAP	3,2	1,3	1	31 %	76 %
Barclay's	1,7 à 2,2 (e)	0,87	0,35 (e)	18 %	40 %
Suez 1	1,5	0,75	0,375 (e)	25 %	50 %
Suez 2	7,5	4	3	37,5 %	75 %
Total/Moyenne	13,9 à 14,4	7	5	28 %	60 %

* Hors opération du CDR sur laquelle nous ne disposons pas d'informations suffisantes. Par ailleurs le Gan a annoncé le 10 août la cession d'un portefeuille immobilier de 3 milliards de francs à Morgan Stanley et Constructa.

Source : CPR Finance.

la valeur brute des portefeuilles concernés. Le taux de provisionnement moyen actuel des créances immobilières est de l'ordre de 20 % pour l'ensemble du système bancaire, et l'on sait comme ce provisionnement a pesé sur les résultats des établissements. Au terme du raisonnement précédent, l'utilisation à grande échelle de la procédure de cession impliquerait ni plus ni moins une perte complémentaire de l'ordre de 50 % de l'encours, supérieure encore au poids du provisionnement total des cinq dernières années. En d'autres termes, le remède serait pire que le mal, et il en résulte qu'il y a fort peu de chances de le voir employé de façon systématique et à grande échelle.

Des encours destinés à devenir tous douteux

On ne saurait déduire de ceci que la technique de cession des créances restera inemployée après les opérations qui se sont déroulées, ni que l'ensemble du système bancaire va se retrouver handicapé par l'obligation de porter un portefeuille de créances et d'actifs sans rentabilité et impossible à gérer. Les banques sont en effet dans des situations assez dissemblables au regard du problème.

Il ressort des statistiques ② que, si les taux de couverture de l'encours identifié comme douteux ont fini par s'aligner autour d'un niveau de 60 %, ceux de l'encours brut sont particulièrement disparates, allant, par exemple, de 50 % pour Paribas à 6 % pour le Crédit lyonnais. Ces chiffres sont à rapprocher des considérations qui précèdent sur le fait que le problème immobilier des banques nous paraît destiné à acquérir un certain caractère de pérennité.

Cela signifie que tous les encours ont peu ou prou vocation à devenir douteux. La dispersion des taux de provisionnement du brut fait dans ces conditions ressortir des différences de perspectives assez notables entre établissements.

La réalité du problème qui risque de se poser ne doit cependant pas s'apprécier au travers de ce seul critère. On constate en particulier qu'au terme des cinq années de crise durant lesquelles les banques ont continué à procéder au renforcement de leurs fonds propres, le problème résiduel a finalement été cantonné dans pratiquement tous les cas et au moins dans les grands établissements à des niveaux acceptables ③.

Le problème ne nous paraît plus dorénavant la survie ou la poursuite du développement, hormis peut-être, au vu des chiffres qui précèdent, dans le cas du Crédit lyonnais dont le besoin de fonds propres est par ailleurs connu. Mais il faut souligner que, bien qu'il ne soit plus guère susceptible d'entacher l'image des banques françaises, le problème immobilier ne peut en aucun cas être considéré comme aussi bien solutionné qu'il l'aurait été dans le cas d'une cession pure et simple des encours.

La nécessité, pour de très nombreux établissements, de provisionnements complémentaires, et surtout, le maintien par eux, au sein de leurs bilans, d'actifs à la rentabilité faible, voire nulle, sinon même négative, vont continuer à peser sur leur rentabilité et contribuer à perpétuer la situation de faible rentabilité relative qui caractérise tristement les banques françaises parmi tous les établissements occidentaux.

Faut-il une *defeasance* nationale ?

La situation ne saurait donc être tenue pour entièrement satisfaisante. Cette constatation conduit à poser la question d'une *defeasance* nationale, permettant aux établissements de sortir une fois pour toutes de leurs comptes leurs créances immobilières, pour restaurer leur capacité d'intervention dans toute son ampleur.

Cette solution a été appliquée par les États-Unis pour éviter la faillite de leur propre système bancaire et a contribué à ce que leur crise soit absorbée vite et sans contagion excessive sur le reste de l'économie. Sa faisabilité en France reste à étudier, et en particulier son coût. Gageons que celui-ci ne serait in fine pas supérieur à celui résultant des manques à gagner actuels, dont le poids, est-il besoin de le rappeler, se retrouve démultiplié au travers des ratios de solvabilité, et dont l'impact s'étend à toute la clientèle des banques. ■

③ Ratio VNC des encours immobiliers/*Book value* des grands établissements

À mi-1997

Paribas	9 %
CCF	7 %
BNP	21 %
Société générale	35 %
Crédit lyonnais	40 %

Source : CPR Finance.

② Exposition des banques, en France, hors patrimoine propre, au risque immobilier (à mi-1997)

En milliards de francs	Total (T)	Douteux (D)	Provisions (P)	P/D	P/T
Crédit lyonnais	11,9	2,4	1,6	50 %	6 %
Paribas	8,2	6,6	4,1	62 %	50 %
BNP	18,9	11,1	6,6	59 %	35 %
Société générale	26,9	7	4,6	66 %	17 %
UIC	10	5,2	2,8	54 %	28 %
Worms	9	2,3	1,7	74 %	19 %
Crédit agricole	18	8,7	5,8	67 %	32 %
CCF	14	7,5	4,7	63 %	34 %
Bred	5	2,5	1,3	52 %	26 %
CCF	2,2	1,3	0,9	69 %	41 %
CGIB	2,2	1	0,5	50 %	24 %
	126,3	55,6	34,6	62 %	27 %

Ces chiffres n'incluent pas les encours logés dans les structures de *defeasance*, ni ceux dorénavant portés par des fonds spécialisés. Le montant total des créances immobilières nous semble pouvoir être évalué à 300 MdF en brut, et 250 MdF en net.

Source : Enquête Immopress.