

Quelle est l'ampleur de l'activité de titrisation aux États-Unis et en Europe ?

La problématique de l'identification et de la répartition des risques au sein de la sphère financière fait l'objet d'une attention croissante de la part de l'ensemble de la communauté financière. Les régulateurs, qu'ils soient de marché ou prudentiels, sont en la matière en première ligne, soucieux de limiter les transferts de risques en direction d'institutions ou d'individus peu à même de les évaluer et, le cas échéant, de les assumer. Les questions portant sur le phénomène de la titrisation, qui consiste à transférer au marché des risques cantonnés jusque-là au sein de la sphère bancaire, entrent dans le cadre de cette problématique générale. L'étude présentée ici vise principalement à dresser un état des lieux de l'activité de titrisation. Après avoir rappelé les principes de base sur lesquels elle repose, nous cherchons à évaluer les montants concernés par ce type d'opérations, aux États-Unis mais également en Europe. Nous terminons par une identification des facteurs sous-tendant l'émergence puis le développement marqué de cette activité de transfert du risque de crédit.

1. LES PRINCIPES DE BASE

L'innovation financière dans le domaine de la titrisation s'est traduite par une complexité croissante des instruments et des techniques. Il n'est dans ce contexte pas inutile de donner quelques repères méthodologiques sur ces opérations. Globalement, on distingue deux grands types de titrisation. Le premier, souvent défini comme étant de la titrisation *on-balance sheet*, consiste pour un établissement de crédit à émettre des titres gagés sur un *pool* de créances, lesquelles demeurent inscrites à son bilan mais sont cantonnées juridiquement. Ces titres, qui sont en règle générale qualifiés de *Covered bonds*, correspondent aux *Pfandbriefe* allemands ou à leurs homologues français les obligations foncières. La seconde technique (*off-balance sheet*) impacte directement le bilan de l'établissement de crédit. Celui-ci cède à une institution spécifique, le SPV (*Special Purpose Vehicule*), les créances qu'il souhaite réaliser. Le SPV finance alors l'acquisition de ces créances par l'émission de titres, dénommés de la manière la plus générale ABS (*Asset Backed Securities*). Selon un tel schéma, les revenus versés aux détenteurs de ces ABS proviennent directement des revenus engendrés par les créances inscrites à l'actif du SPV. La pratique anglo-saxonne consiste à parler de MBS (*Mortgage Backed Securities*) lorsque les créances titrisées sont des crédits hypothécaires, et à n'utiliser le terme ABS que pour les autres opérations, comme par exemple la titrisation de prêts à la consommation ou de prêts automobile.

La panoplie des instruments de titrisation a été récemment étendue avec l'introduction des CDO (*Collateralised Debt Obligations*). Proches des ABS dans leur principe général, ils se distinguent par la nature du portefeuille d'actifs sur lequel repose l'opération de titrisation. En particulier, alors que les ABS sont adossés à un portefeuille d'actifs homogènes et présentant un nombre important de lignes, les CDO font davantage jouer le principe de diversification (à travers un portefeuille diversifié/hétérogène) et sont en règle générale composés d'un nombre de lignes plus réduit.

Une seconde différence tient à ce que les actifs concernés par l'opération de titrisation sont des prêts (on parle alors de CLO ou *Collateralised Loans Obligations*) ou des titres obligataires (on parle de CBO ou *Collateralised Bonds Obligations*) d'entreprise¹. L'appréhension du risque est donc différente selon que l'on analyse une structure du type ABS traditionnelle ou du type CDO. Dans le premier cas, il est possible de s'appuyer sur des taux de défaut historiques et de faire jouer la loi des grands nombres. Dans le second cas, le risque est appréhendé de manière plus individuelle, à partir d'analyses spécifiques portant sur chaque actif présent dans le portefeuille. Cette analyse est par ailleurs complétée par une estimation de la corrélation des risques de défaut des différentes composantes.

Le passif des SPV peut être configuré de manière très simple, au sens où les revenus issus des actifs sont reversés aux différents créanciers de manière identique, c'est-à-dire sans établir de distinction entre chacun d'eux et au *pro rata* de leur investissement. Il s'agit d'un schéma de fonctionnement du type *Pass-through*. Mais il est également possible de structurer le passif du SPV de manière à offrir aux investisseurs des titres présentant des propriétés différentes (en termes notamment d'exposition au risque de crédit et de pré-paiement). Dans ce cas, le revenu du *pool* d'actifs ne se traduit pas par une rémunération à l'identique de l'ensemble des créanciers, mais il fait l'objet d'une "transformation" (schéma du type *Pay-through*). Une telle structuration du passif est obtenue en recourant à la technique de la subordination, qui consiste à établir une hiérarchie au sein des porteurs de parts. Généralement, une tranche *Equity* vient absorber l'essentiel du risque attaché au portefeuille de créances. En cas de réalisation d'un événement de crédit, ce sont les détenteurs de cette tranche qui assumeront les premiers les pertes éventuelles en découlant (pertes en principal, rupture des versements d'intérêts). Vient ensuite une tranche mezzanine (ou différentes tranches plus ou moins junior), qui présente une exposition au risque intermédiaire. Enfin, le dernier étage est constitué de la dette senior, qui présente une très faible exposition au risque de crédit. La dette mezzanine et la dette senior bénéficient d'une appréciation par une agence de notation. La position privilégiée de la dette senior lui permet en règle générale de bénéficier de la note maximum, c'est-à-dire AAA/Aaa. En fonction de son aversion au risque ou tout simplement des contraintes réglementaires auxquelles il doit faire face, un investisseur choisira d'investir dans l'une ou l'autre de ces tranches. Dans un nombre important de cas, c'est la banque cédant les actifs au SPV qui prendra à sa charge la tranche *Equity*, qui est la plus risquée.

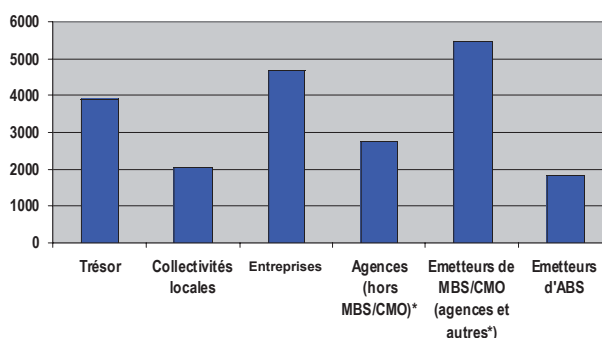
2. L'ACTIVITÉ DE TITRISATION AUX ÉTATS-UNIS

L'activité de titrisation est difficile à appréhender sur un plan quantitatif. D'une part, l'innovation financière s'est réalisée à un rythme rapide au cours de ces dernières années, avec comme conséquence le foisonnement de nouveaux produits dont le recensement statistique n'est pas complètement satisfaisant. D'autre part, il n'existe pas une nomenclature acceptée par tous au niveau international, de telle sorte que les statistiques disponibles recouvrent des périmètres parfois variables d'un pays à l'autre. Ces précautions étant posées, certaines analyses peuvent toutefois être entreprises.

¹ Lorsque la création du CDO a simplement pour but de "repackager" des actifs déjà présents sur le marché secondaire, comme par exemple des obligations high yield, on parle de CDO d'arbitrage (par opposition au CDO de bilan). Voir Bruyère R. et al. (2004) : *Les produits dérivés de crédit*, *Economica*, Collection AFTE. Voir également Cousseran O. et Rahmouni I. (2005) : *Le marché des CDO : modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière*, Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, N°6, juin.

Les statistiques disponibles concernant les États-Unis suggèrent que l'activité de titrisation est dans ce pays extrêmement développée. En première approche, si l'on considère l'ensemble des véhicules de titrisation (ABS, MBS, etc.), on obtient pour l'année 2004 un encours de 7 300 milliards de dollars, soit environ 35 % du total des titres de dette à long terme en circulation (**graphique 1**). En guise de comparaison, les titres émis à l'occasion d'opérations de titrisation sont très significativement supérieurs aux titres du Trésor américain ou à ceux émis par les entreprises non financières (respectivement 3 943 et 4 705 milliards de dollars)

Graphique 1 : Marché obligataire aux États-Unis : répartition par émetteurs (année 2004, milliards de dollars)



Source : Bond Market Association

* Les agences gouvernementales en charge du refinancement des prêts hypothécaires interviennent de deux manières sur le marché obligataire. Soit via l'émission de titres de dette traditionnels (en 2004 pour un montant de 2 745 milliards de dollars), soit via le montage d'opérations de titrisation (émissions de MBS/CMO, pour un montant de 4 384 milliards de dollars). Si l'on ajoute à ces montants titrisés par les agences les montants de MBS/CMO émis par les autres acteurs, qui sont minoritaires sur ce segment, alors on obtient un encours global de 5 472 milliards de dollars.

NB : Ce graphique omet le papier monétaire, afin de se concentrer sur les titres de long terme. Mentionnons que le marché monétaire participe largement à des opérations de titrisation, via l'émission d'Asset Backed Commercial Paper. En 2004, l'encours d'ABCP était de 744 milliards de dollars, pour un encours total de titres de court terme d'environ 2 900 milliards.

Une analyse plus fine permet de constater que, pour l'essentiel, les opérations de titrisation concernent les créances hypothécaires. La volonté des pouvoirs publics de promouvoir l'accession à la propriété et d'améliorer le fonctionnement du marché du crédit immobilier s'est traduite par la mise en place d'agences gouvernementales, qui constituent aujourd'hui des acteurs majeurs du système financier américain². Ces agences n'ont pas pour rôle d'animer le marché primaire des prêts immobiliers, au sens où ce sont toujours les institutions financières traditionnelles qui assurent la distribution de crédit. Par contre, elles interviennent sur le marché secondaire, en acquérant ces prêts auprès des dites institutions et en montant des opérations de titrisation, à travers l'émission de MBS et de CMO³.

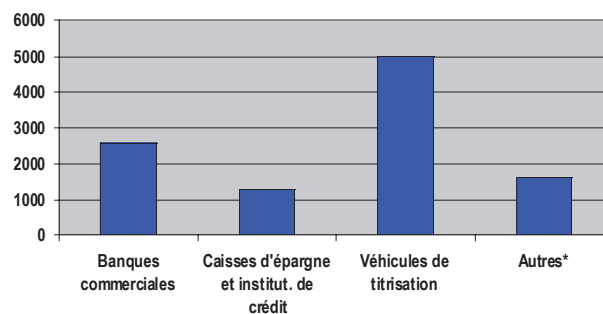
² Ces agences sont la Federal National Mortgage Association (connue sous le nom de Fannie Mae), la Federal Home Loan Mortgage Corporation (ou Freddie Mac), et enfin la Government National Mortgage Association (ou Ginnie Mae). Les deux premières, abusivement appelées agences fédérales, sont en réalité des sociétés appartenant à la sphère privée mais qui ont le statut de Government Sponsored Enterprises. En revanche, Ginnie Mae est une véritable propriété de l'Etat et à ce titre elle est la seule à bénéficier explicitement de sa garantie.

³ Les agences gouvernementales émettent deux types de titres dans le cadre de leurs opérations de titrisation. Les MBS (titres du type Pass-through) offrent à leurs détenteurs une rémunération identique (au prorata de leur investissement), directement issue du pool de créances. Les remboursements par anticipation éventuels se répercutent sur l'ensemble des détenteurs de titres. Les CMO (Collateralised Mortgage Obligations), au contraire, obéissent à une logique du type Pay-through ; ils procèdent à une transformation du revenu du pool de créances de telle manière que le risque de pré-paiement n'est pas supporté identiquement par l'ensemble des créanciers.

L'intervention des agences gouvernementales permet aux différentes institutions financières impliquées dans la distribution de prêts hypothécaires de gérer efficacement leur risque de crédit, en leur permettant notamment de ne pas être exagérément exposées au risque immobilier sur leur zone géographique d'activité. La meilleure répartition du risque qui en découle autorise un abaissement du coût du crédit pour les particuliers. Les agences permettent également aux investisseurs de posséder un portefeuille d'actifs d'excellente signature, dans la mesure où les titres émis par les agences bénéficient, explicitement ou implicitement, de la garantie d'État. En 2004, les trois agences *Fannie Mae*, *Freddie Mac* et *Ginnie Mae* étaient ainsi à l'origine d'après la *Federal Reserve* d'un encours de MBS/CMO de l'ordre de 4 384 milliards de dollars, soit un chiffre représentant 21 % des encours globaux de titres de dette en circulation.

Il est également possible d'appréhender l'activité de titrisation en observant la manière dont se répartit la détention de créances hypothécaires au sein des différentes entités qui contribuent à animer le financement du logement (**graphique 2**). Une telle décomposition permet de montrer que presque la moitié des crédits hypothécaires font l'objet d'un refinancement *via* des véhicules de titrisation. La titrisation se présente donc aux États-Unis comme une pratique essentielle, la distribution de crédits se traduisant dans un nombre important de cas par un transfert de créances du bilan des intermédiaires financiers "originateurs" de prêts vers celui des investisseurs institutionnels.

Graphique 2 : Détention de créances hypothécaires - États-Unis (année 2004, milliards de dollars)



Source : Federal Reserve

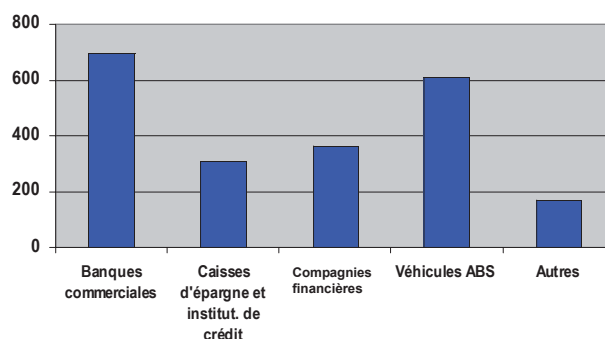
L'examen du marché américain des ABS conduit à émettre un message de même nature que pour le financement immobilier, dans la mesure où les montants en jeu sont également très importants. En 2004, les encours d'ABS étaient de l'ordre de 1 800 milliards de dollars (et de 2 600 si l'on tient compte des ABCP), soit à peu près 9 % du marché de la dette (hors papier monétaire). La composition de l'actif des véhicules ABS permet d'éclairer la nature des créances faisant l'objet de la titrisation. Pour le quart du portefeuille, il s'agit de *Home equity loans*, qui sont des prêts à court et moyen terme gagés sur la valeur des biens immobiliers détenus par les ménages⁴.

4 D'après la Bond Market Association, la part des Home equity loans dans le total des nouvelles émissions d'ABS à été de l'ordre de 50% en 2004 et 40% en 2003. Cela découle d'un contexte macro-financier caractérisé par la bonne tenue des prix immobiliers et le bas niveau des taux d'intérêt, qui a dopé la capacité d'emprunt des ménages américains. On retrouve ici la forte interaction, spécifique à l'économie américaine, entre la dynamique des marchés d'actifs (en l'occurrence ici le marché immobilier) et la dynamique des comportements de crédit et de consommation. De tels comportements ne sont pas véritablement observés en Europe continentale, dans la mesure où la distribution de crédits est davantage dépendante des revenus des ménages que de leur actif valorisé mark-to-market.

Viennent ensuite les cartes de crédit, avec une part de 21 %. Il est intéressant de remarquer que les actifs plus hétérogènes servant de supports aux émissions de CDO arrivent en troisième position, représentant 14,5 % du total des encours d'ABS (pour un montant de 265 milliards de dollars à la fin de l'année 2004). Les véhicules de type CDO se sont diffusés rapidement dans la seconde partie des années quatre-vingt-dix. Quasiment absents du paysage financier en 1995, leur encours représentait déjà en 2000 près de 12 % du montant total d'ABS. Dans leur ensemble, les opérations de ce type semblent avoir ralenti en 2003-2004 si l'on en juge par les statistiques d'encours. Cela découle probablement d'un attrait moins fort pour certains véhicules, comme par exemple les CBO *high yield*, dans le sillage de la forte dégradation du marché du crédit au début des années deux-mille. Par ailleurs, une part importante de la croissance des CDO s'appuie désormais sur le succès rencontré par les CDO synthétiques.

Comme pour les crédits hypothécaires, on peut rapporter l'encours des crédits à la consommation faisant l'objet d'une opération de refinancement par titrisation au montant total des crédits à la consommation présents au bilan des intermédiaires financiers (banques commerciales, etc). Le refinancement par titrisation apparaît alors significatif, même s'il n'a pas le caractère systématique observé dans le cas du crédit hypothécaire : en 2004, 28 % des encours de crédits à la consommation étaient détenus par des véhicules de titrisation, contre par exemple une part de 32 % pour les banques commerciales (**graphique 3**).

Graphique 3 : Détention de créances représentatives de crédit à la consommation - États-Unis (année 2004, milliards de dollars)

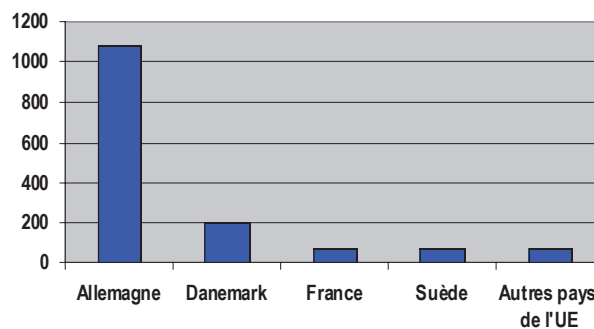


Source : Federal Reserve

3. LE MARCHÉ EUROPÉEN

Les marchés de dette européens présentent de manière générale une configuration très sensiblement différente de celle observable aux États-Unis. Ce contraste est également valable pour ce qui touche plus particulièrement à la titrisation. Pour appréhender correctement le marché européen de la titrisation, il faut faire une distinction entre les *Covered bonds* et les opérations de titrisation transitant par l'émission d'ABS ou actifs équivalents. Les *Covered bonds* font partie depuis très longtemps du paysage financier européen. C'est en Allemagne et au Danemark que la pratique du refinancement *via* l'émission de telles obligations sécurisées est la plus répandue. En Allemagne, d'après les statistiques avancées par l'*Association of German Mortgage Banks*, l'encours total des *Pfandbriefe* était à la fin de l'année 2003 de 1 056 milliards d'euros, ce qui représente plus du tiers des encours globaux d'obligations émises par les agents résidant dans ce pays (**graphique 4**). Ces *Pfandbriefe* étaient pour l'essentiel adossés à des créances sur les collectivités locales (pour près de 800 milliards d'euros), le solde (260 milliards) étant adossé à des crédits immobiliers. Les marchés allemands et danois des obligations foncières représentent à eux deux environ 85 % du marché européen des *Covered bonds*. Ce type de titres n'est donc présent que de manière modeste dans les autres pays européens. En France, les institutions financières ne recourent que de manière marginale à l'émission d'obligations foncières pour financer leur activité de prêts et ce, en dépit de la modernisation de ce type d'instruments dans le cadre de la loi du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière⁵. En 2003, l'encours d'obligations foncières en circulation s'élevait à environ 75 milliards d'euros, ce qui représente un montant modeste relativement à la taille du marché du crédit à l'habitat (386 milliards d'encours à fin 2003) ou plus encore à celle du marché obligataire domestique (1 110 milliards).

Graphique 4 : Encours des *Covered bonds* - Europe (année 2003, milliards d'euros)

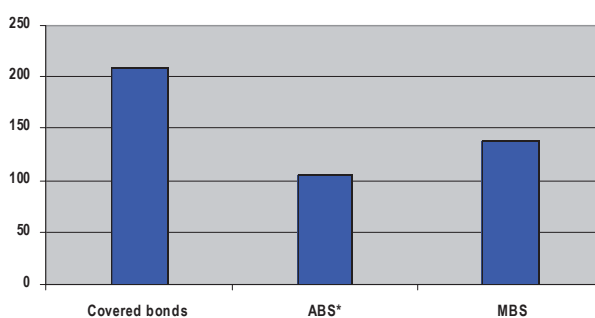


Source : *European Mortgage Federation*

⁵ La France n'est pas le seul pays à avoir adapté à la fin des années quatre-vingt-dix sa réglementation des *Covered bonds*. L'Espagne (en 1999) et le Luxembourg (en 1997) ont également fait évoluer leur réglementation de manière à rendre ce type d'instruments plus attractif pour les investisseurs, en particulier étrangers. Ces changements ont été introduits dans un contexte de concurrence accrue entre les places financières européennes (engendrée par la mise en place de l'euro et l'intégration des marchés financiers). Pour une description détaillée du marché européen des *Covered bonds*, voir Cf. Mastroeni O. (2001): *Pfandbrief-style products in Europe*, BIS, in *BIS Papers* N°5, October

Si l'on se concentre sur les véhicules de titrisation du type ABS/MBS, alors on constate que le marché européen est très en retrait par rapport au marché américain. L'absence de statistiques portant sur les encours rend l'analyse difficile. Les statistiques sur les émissions brutes permettent toutefois de montrer la jeunesse du marché européen. En 2004, les émissions d'ABS se sont montées en Europe à 105 milliards d'euros, alors que durant la même période elles s'élevaient aux États-Unis à 726 milliards (**graphique 5**). On retrouve probablement ici le résultat de l'abondance de l'épargne bancaire dans beaucoup de pays européens, qui fournit aux banques les ressources nécessaires au financement de leur politique de crédit. Pour ce qui est des MBS, l'absence de dispositifs semblables à celui des agences gouvernementales américaines aboutit à des situations également très différentes, puisque les émissions brutes de MBS n'ont pas excédé en Europe 139 milliards d'euros, contre un chiffre de 1 413 milliards aux États-Unis.

Graphique 5 : Émissions brutes de véhicules de titrisation - Europe (année 2004, milliards d'euros)

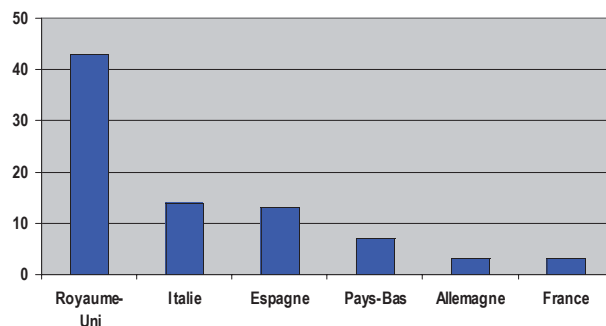


* A titre indicatif, en 2004, les émissions de CDO ont représenté 24% du montant total des émissions d'ABS, soit 25 milliards d'euros. En 2003 et 2002, la part des CDO était respectivement de 33% et 31%.

Sources : Dealogic Bondware, European Securitisation Forum

D'après l'European Securitisation Forum, 43 % des opérations nouvelles de titrisation enregistrées en 2004 reposaient sur des actifs localisés au Royaume-Uni. Venaient ensuite l'Italie et l'Espagne, ces deux pays représentant à eux deux 27 % du marché européen des émissions en 2004 (**graphique 6**). Les actifs allemands et français avaient pour leur part un rôle manifestement très modeste, de l'ordre pour chacun d'eux de 3 % du total des opérations européennes.

Graphique 6 : Répartition géographique des opérations de titrisation (ABS/MBS) - Europe (année 2004, % des montants émis)

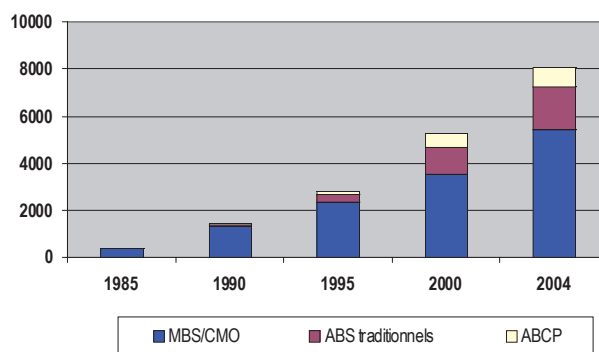


Sources : Dealogic Bondware, European Securitisation Forum

4. LES FACTEURS DE DÉVELOPPEMENT

Même si l'activité de titrisation Outre-Atlantique remonte à plusieurs décennies, elle n'a véritablement décollé que dans le courant des années quatre-vingt-dix. Ce constat est vrai pour tous les segments du marché (immobilier, crédits à la consommation, etc. **graphique 7**). Au cours de la décennie quatre-vingt-dix, sous l'impulsion des agences fédérales, l'encours de MBS/CMO a été multiplié par deux et demi ; quant à celui des ABS, il a été multiplié par douze. Les statistiques portant sur la période la plus récente montrent d'ailleurs que le rythme de croissance est demeuré extrêmement soutenu depuis le début des années deux-mille, avec des montants d'émissions nouvelles importants et une progression très significative des encours. En Europe, même si le recours à la titrisation est plus récent et que la taille du marché est beaucoup plus modeste, on observe un mouvement qui va dans le même sens : le début des années deux-mille a été une période de croissance continue des opérations de titrisation *via* des véhicules ABS et MBS, le montant des émissions nouvelles étant multiplié par trois entre 2000 et 2004 (**graphique 8**). A l'opposé, le marché des *Covered bonds*, beaucoup plus mature du fait de son ancienneté, ne marque pas de progression particulière : les flux d'émissions enregistrés en 2004 sont à peu près identiques à ceux du début de la décennie⁶.

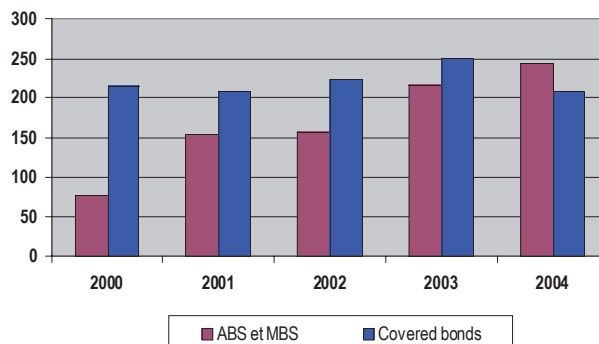
Graphique 7 : Encours des opérations de titrisation - États-Unis (milliards de dollars)



Source : Bond Market Association

⁶ Selon l'European Mortgage Association, les encours de Covered bonds en Europe ont progressé à un rythme assez modeste sur la période 1995-2003, d'environ 4 % par an. Par ailleurs, l'essentiel de cette progression découle des Jumbo Pfandbriefe, qui ont fait leur apparition en Allemagne au milieu des années quatre-vingt-dix et dont la taille importante confère de la liquidité aux investisseurs.

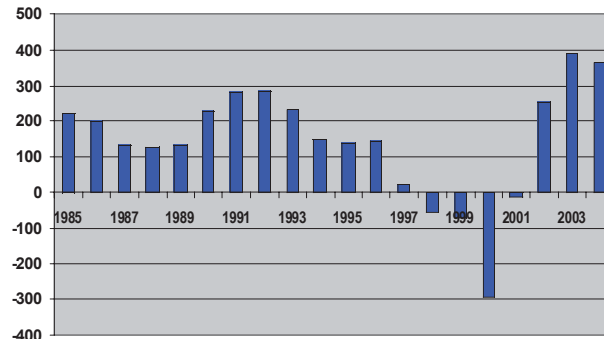
Graphique 8 : Emissions brutes de véhicules de titrisation - Europe (milliards d'euros)



Sources : Dealogic Bondware, European Securitisation Forum

L'examen de l'environnement financier depuis le début des années quatre-vingt montre que le marché de la titrisation a bénéficié d'un contexte particulièrement porteur, au sens où est apparu un déséquilibre important entre l'offre et la demande de titres. Même si un tel phénomène a touché à la fois l'Europe et les États-Unis, c'est dans ce dernier pays qu'il a certainement été le plus remarquable. Tout d'abord, les marchés financiers américains ont été marqués au cours de la précédente décennie par un tarissement de l'offre sur certains segments. Sur le marché des actions, la stratégie adoptée par les entreprises dans leur ensemble de procéder à des rachats massifs d'actions s'est traduite presque chaque année par une réduction de l'offre d'actions. Les statistiques permettent de bien prendre la mesure de ce phénomène : entre 1990 et 2004, les entreprises américaines ont procédé à des rachats d'actions (nets des émissions) pour un montant moyen de 68 milliards de dollars par an. Parallèlement, on a assisté sur le marché obligataire à un tarissement de l'offre de titres publics. La croissance américaine particulièrement soutenue sur cette période a impliqué des rentrées fiscales qui ont permis au gouvernement dans un premier temps de réduire significativement son recours aux marchés financiers puis, dans un second temps, de mettre en œuvre une véritable politique de désendettement : l'Etat a ainsi racheté ses titres de dettes entre 1998 et 2001, le point haut de cette politique se situant en 2000, avec des rachats de dette s'élevant à près de 300 milliards de dollars (**graphique 9**).

Graphique 9 : Emissions nettes de *Treasury securities* - États-Unis (milliards de dollars)

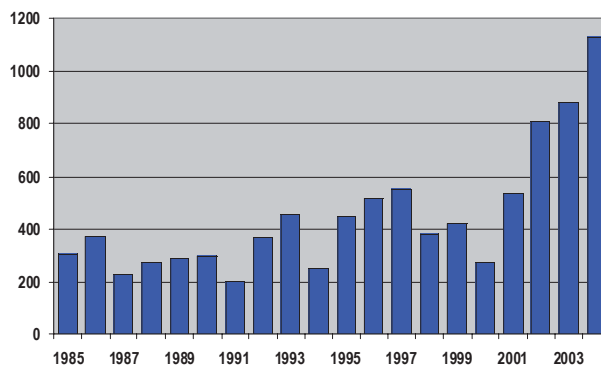


Source : Federal Reserve

A l'opposé de ces mouvements, la demande de titres a été particulièrement soutenue (**graphique 10**). Dopés par une épargne longue abondante, les investisseurs institutionnels se sont retrouvés avec des montants importants à investir, à la fois sur les marchés d'actions (pour les *Mutual Funds* principalement) et sur les marchés obligataires (pour les compagnies d'assurance-vie). A cette demande domestique s'est par ailleurs superposée une demande émanant des investisseurs non résidents. Les achats de titres de dette réalisés par les investisseurs étrangers (en particulier asiatiques) ont augmenté de manière significative à partir du milieu des années quatre-vingt-dix, pour atteindre des montants colossaux au début des années deux-mille : en 2004, ils se sont montés à près de 780 milliards de dollars.

Les écarts constatés entre l'offre et de la demande de titres ont stimulé l'innovation financière et la création de nouveaux instruments d'investissement à destination des investisseurs institutionnels. Ce mouvement a probablement été renforcé par la difficulté éprouvée par certains de ces investisseurs à se porter acquéreurs directement sur le marché des *Corporate bonds*, soit en raison de l'insuffisante liquidité de ce marché (particulièrement en Europe), soit en raison de l'existence de règles d'investissement (qui contraignent souvent les gestionnaires d'actifs à rester cantonner aux titres d'excellente signature). L'introduction des CDO a donc ouvert le marché des titres d'entreprise (prêts et obligations) à une communauté plus large d'investisseurs potentiels, à travers les différents dispositifs de rehaussement de crédit.

Graphique 10 : Demande d'instruments de dette* - États-Unis (milliards de dollars)



* Nous retenons les acquisitions d'instruments de dette (obligations, papier monétaire, prêts, etc.) émanant des investisseurs institutionnels résidents mais également du reste du monde.

Source : Federal Reserve

Un autre facteur explicatif du développement des opérations de titrisation réside dans le fait que cette technique est apparue à partir de la fin des années 1980 comme un moyen pour les institutions bancaires d'optimiser la gestion de leurs fonds propres, dans un contexte marqué par le durcissement des contraintes concurrentielles et réglementaires. En particulier, la titrisation a permis aux banques, dont le niveau des fonds propres était relativement faible, de respecter, notamment par une externalisation de leur risque de crédit sur les entreprises notées *Investment Grade*, les contraintes réglementaires introduites par l'Accord de Bâle en 1988. A cet égard, le nouvel accord de Bâle devrait contribuer à réduire à l'avenir l'intérêt de l'arbitrage sur fonds propres réglementaires (ou *Regulatory Capital Arbitrage*) et à l'inverse encourager les banques à utiliser la titrisation comme un moyen d'optimiser leur coût de refinancement. En effet, il impose en particulier aux banques à l'origine de l'opération de titrisation, qu'elle soit traditionnelle ou synthétique, une couverture en fonds propres dont le montant est fonction du risque économique effectivement transféré. Plus ce dernier sera important, moins l'exigence en fonds propres apparaîtra contraignante. Par ailleurs, le nouvel accord introduit une meilleure différenciation des risques. Ainsi, les prêts aux entreprises bien notées, pour lesquels le taux de pondération est actuellement de 100 %, devraient voir leur coût en fonds propres diminuer, ce qui pourrait réduire l'incitation pour les banques à titriser ce type de créances et aboutir à de profondes modifications dans la composition des portefeuilles d'actifs cédés.

En dépit d'un développement significatif récent, le marché de la titrisation en Europe reste embryonnaire au regard du marché américain, beaucoup plus mature et ce, quel que soit le segment de marché considéré. A moyen terme, les perspectives générales de développement de ce marché devraient demeurer favorables, compte tenu notamment de la persistance probable de déséquilibres entre l'offre et la demande de titres et de la sophistication continue des techniques utilisées.

Étude réalisée par Anne Demartini et Fabrice Pansard

Direction de la régulation et des affaires internationales de l'AMF.