

Analyse

A large graphic of a human eye. The left side of the eye is in grayscale, while the right side is covered by a solid green oval. A red line, resembling a stock market chart, starts on the left, dips, rises, dips again, then runs horizontally across the middle of the eye, and finally rises sharply into an arrow pointing towards the top right corner of the green oval.

La titrisation
et ses dérives

Réseau **Financement
Alternatif**



Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

La titrisation a souvent été accusée d'être responsable de la crise financière de 2008. Pourtant, lorsqu'elle est utilisée à bon escient, cette technique offre plusieurs avantages aux acteurs financiers. Alors, en quoi consiste la titrisation ? Faut-il l'interdire ?

La titrisation pour répondre à un besoin

Titrisation, un mécanisme utile...

Les banques constituent un rouage indispensable de l'économie. Leur rôle principal est de collecter de l'argent et de prêter cet argent aux particuliers ou aux entreprises qui en ont besoin pour financer des achats importants (bâtiments, véhicules, machines,...). L'argent collecté par les banques provient des dépôts des clients, mais aussi des emprunts interbancaires qu'elles contractent. Toutefois, ces sources sont limitées. Les banques cherchent donc d'autres moyens pour trouver des liquidités.

Or, les banques possèdent dans leur bilan de nombreuses créances, mais ces créances ne peuvent pas être transformées en liquidités à court terme. Explications. Supposons qu'une banque octroie un crédit hypothécaire à un client, remboursable en 20 ans. La banque possède une créance sur le client, qui va lui rembourser petit à petit le capital emprunté majoré des intérêts. Cette créance représente une promesse de remboursement, mais la banque ne dispose pas de cet argent directement et ne peut donc pas l'utiliser : la créance n'est pas liquide¹.

La titrisation peut constituer une réponse à ce problème. Il s'agit d'une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres liquides qui sont négociables sur les marchés financiers. Ce mécanisme financier – détaillé plus bas – permet à la banque d'obtenir rapidement des liquidités.

Un des principaux usages de la titrisation est donc de créer un actif négociable à partir d'actifs qui ne le sont pas. Quels sont ces actifs illiquides ? Des créances hypothécaires sur des particuliers ou des entreprises, des crédits à la consommation, des crédits bancaires aux entreprises... A priori, n'importe quel actif susceptible de produire des flux financiers peut être titrisé.

Le mécanisme de titrisation

Comment ce mécanisme fonctionne-t-il ? Le montage d'une titrisation est complexe et nécessite de procéder en plusieurs étapes. Premièrement, l'institution qui détient les créances va vendre celles-ci à une entité juridique conçue spécialement à cette

¹ La liquidité est un critère qui permet d'évaluer la capacité d'un agent économique à mobiliser et à convertir des actifs mobiliers ou immobiliers en des actifs monétaires et à ainsi faire face à ses dépenses immédiates.

occasion et dénommée SPV (*Special Purpose Vehicle*). Pourquoi créer un SPV ? Afin de protéger les investisseurs finaux (ceux qui vont acheter les titres) contre le risque de faillite de l'institution qui émet les créances.

Prises séparément, les créances représentent souvent de faibles montants et génèrent peu de revenus. Toutefois, mises ensemble, elles constituent un panier global important. Au sein du SPV, les créances sont dès lors regroupées et transformées en titres – d'où l'expression « titrisation ».

Les caractéristiques des titres peuvent être modelées en fonction des besoins des investisseurs finaux : on peut par exemple définir à l'avance des règles d'amortissement² du titre au lieu de se contenter de reverser les revenus générés par les créances. Quoi qu'il en soit, tous les titres sont de nature obligataire – ils représentent une créance –, ont une durée de vie limitée et donnent droit à des revenus calculés selon des règles établies à l'avance. Ces titres portent le nom de « MBS » (*mortgage-backed securities*³) lorsque les actifs sous-jacents sont des créances hypothécaires ou d'« ABS » (*asset-backed securities*⁴) pour tous les autres types d'actifs.

Une fois les titres créés, ils sont émis et vendus aux investisseurs. Pour que les investisseurs potentiels puissent évaluer les risques que comportent ces titres (le risque principal étant la probabilité de défaut, soit le non-remboursement par le débiteur de sa créance), les titres font l'objet d'une note attribuée par les agences de notation.

Les revenus distribués aux investisseurs qui ont acheté les titres sont issus des revenus générés par les créances sous-jacentes – c'est-à-dire les paiements d'intérêt et les remboursements de capital. Comme ils proviennent de créances, ces revenus ne sont pas garantis. Si tous les clients qui ont obtenu un crédit ne sont pas en état de rembourser leurs créances, les investisseurs finaux ne recevront rien. Qu'est-ce qui explique alors l'intérêt des investisseurs pour ces titres ? Malgré la probabilité de défaut sur les créances, les ABS bénéficiaient avant la crise d'une bonne réputation grâce à un rendement intéressant et à l'utilisation de différentes techniques pour rendre le risque acceptable.

Une de ces techniques⁵ (dites de « rehaussement du crédit ») consiste, par exemple, à séparer les titres émis en tranches hiérarchisées. La tranche supérieure (« senior ») est prioritaire sur le remboursement des créances. Elle est donc considérée comme

2 Le nominal décroît au fur et à mesure de la vie du titre.

3 Littéralement : « titres adossés à des créances hypothécaires ».

4 Littéralement : « titres adossés à des actifs ».

5 La technique de subordination.

relativement sûre et bénéficie d'une note élevée auprès des agences de notation. Le remboursement de la tranche moyenne (« mezzanine ») dépend du remboursement de la tranche supérieure et est donc un peu moins garanti. Et ainsi de suite, jusqu'à la tranche la plus basse (« equity »). Moins le remboursement est garanti (plus le risque est élevé), plus le taux d'intérêt offert sur le titre est élevé.

Avantages de la titrisation

À l'institution qui cède les créances, le mécanisme de titrisation offre une source de financement immédiate puisqu'il lui donne le moyen de réaliser immédiatement et avec certitude des revenus futurs et incertains. En effet, ce mécanisme financier lui permet de faire rentrer des liquidités supplémentaires – qui pourront servir à distribuer de nouveaux crédits –, mais aussi de se débarrasser du risque pris en octroyant des crédits et d'alléger son bilan – ce qui diminue ses obligations de capital réglementaire.

Quant à l'investisseur, ces nouveaux titres lui donnent l'opportunité de se diversifier en investissant dans des classes d'actifs qui ne sont pas accessibles sur les marchés, avec, a priori, un bon compromis entre le rendement et le risque.

Enfin, la titrisation permet une plus grande répartition des risques sur les marchés financiers, ces risques n'étant plus concentrés entre les mains des institutions qui offrent des crédits.

Inconvénients et dérives de la titrisation

Malheureusement, les avantages de la titrisation font paradoxalement aussi ses défauts. L'utilisation de cette technique occasionne en effet un problème d'aléa moral. Comme les institutions financières savent qu'elles peuvent se débarrasser facilement du risque pris en octroyant des crédits, elles ont arrêté de jouer leur rôle consistant à juger avec justesse les risques de crédit.

C'est ce qui explique la crise des *subprimes* de 2008. Certains prêteurs ont commencé à prêter de l'argent à des ménages dont les revenus ne leur permettaient pas d'assumer normalement le remboursement de ces emprunts. Ces crédits de mauvaise qualité, appelés *subprimes*, ont également été titrisés et des ABS dont les sous-jacents comprenaient une part conséquente de *subprimes* ont ainsi vu le jour.

Parallèlement, les financiers ont commencé à complexifier les titres créés, en s'éloignant de l'objectif initial de la titrisation. Des ABS ont été regroupés pour former des produits plus complexes divisés en tranches hiérarchisées, les CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Comme si cela ne suffisait pas, des CDO de CDO

... à
condition
d'être
employé à
bon escient

ont également été créés, et ainsi de suite. Ces constructions de moins en moins en phase avec l'économie réelle illustrent l'appétit vorace de nombreux financiers, prêts à faire fi des risques pour accroître leurs bénéfices.

Au final, cette complexité des montages a généré une « asymétrie d'information » : l'émetteur sait ce qu'il vend mais l'investisseur ne sait plus réellement ce qu'il achète. En conséquence, lorsque des problèmes sont apparus sur certains titres comportant des *subprimes*⁶, le doute s'est installé. Cette perte de confiance s'est étendue à l'ensemble des produits titrisés et plus personne n'en a voulu : les ABS sont devenus des actifs réputés « toxiques ». Comme la valeur de marché de ces titres ne valait plus rien, les bilans des institutions financières détenant ces titres se sont creusés, ce qui a eu pour effet d'amplifier la crise financière.

La Belgique n'a pas été épargnée par la crise des *subprimes*. Des banques belges comme Fortis et KBC, attirées par les perspectives de rentabilité, se sont lancées au cours des années 2000 dans la création de CDO pour les revendre. Dexia a quant à elle racheté FSA⁷ en 2000, un important rehausseur de crédit américain qui possédait plusieurs milliards de dollars de *subprimes* en portefeuille. Au fur et à mesure de la crise, les titres sont devenus invendables, à tel point que les banques ont été obligées de les garder dans leur bilan et de provisionner des milliards d'euros pour couvrir leurs pertes. De plus, avec l'apparition d'une crise de confiance généralisée, les banques ont cessé de s'octroyer des prêts entre elles. Rapidement, les banques belges se sont retrouvées exsangues de liquidités. Cela a obligé l'État belge à intervenir en urgence pour recapitaliser ces banques et garantir les dépôts : le groupe Fortis est démantelé, Dexia et Ethias sont lourdement recapitalisées, et KBC est sauvée au prix de coûteuses garanties. Le coût total de l'aide accordée s'élève à 35,4 milliards d'euros, soit 10 % du produit intérieur brut de notre pays⁸.

La crise des *subprimes* a aussi mis en évidence le rôle controversé joué par les agences de notation. L'investisseur s'en remet souvent aveuglément à la note produite par ces agences pour évaluer le risque de son investissement. Or, il s'est avéré au moment de la crise que les notations ne correspondaient pas à la réalité : la meilleure note – AAA, note censée indiquer un niveau de risque minimal – a souvent été attribuée à des produits dont on savait à peine ce qui se cachait derrière eux. L'approche statistique sur laquelle les agences de notation se sont basées pour évaluer les risques liés à ces produits complexes a-t-elle montré ses limites ? Ou faut-

6 Dans le cas de la crise des *subprimes* de 2007, le marché immobilier américain s'est retourné et les ménages qui comptaient sur une plus-value de leur bien immobilier pour rembourser leur crédit se sont retrouvés en défaut de paiement. L'accumulation de ces défauts de paiement a entraîné la suspicion sur les titres ABS et CDO qui y étaient adossés.

7 *Financial Security Assurance*.

8 <http://cadtm.org/Belgique-le-sauvetage-des-banques>

il voir un conflit d'intérêts dans les notes généreuses attribuées par les agences de notation, des agences qui sont rétribuées par les émetteurs des titres qu'elles sont censées juger ?

Conclusion : comment éviter les dérives ?

La technique de la titrisation, si elle est bien maîtrisée, est utile pour l'économie. Cependant, la complication excessive des produits créés et l'appréciation erronée des risques par les différents acteurs – les institutions octroyant de mauvais crédits, les agences de notation, les investisseurs... – dans un contexte de faible régulation de ces produits financiers ont joué un rôle non négligeable dans la crise financière de 2007-2008.

Dès lors, faut-il interdire la titrisation ? Aux yeux de l'économiste Paul De Grauwe, « on aurait dû interdire purement et simplement aux banques de titriser leurs créances. Par ce biais, elles renoncent à leur rôle de détection du risque qui est leur métier de base »⁹. Cet avis n'est pas partagé par tous, de nombreux acteurs arguant de la nécessité de cette technique pour que les banques puissent continuer à octroyer des crédits.

Ce qui est apparu clairement au moment de la crise, c'est qu'il est nécessaire de réguler beaucoup plus fortement cette activité. La régulation passe par l'interdiction des produits les plus complexes et par l'instauration de nouvelles règles pour calculer et limiter les risques associés à ces titres. Des réformes concernant les agences de notation sont notamment requises pour que les investisseurs soient mieux à même d'évaluer les risques liés aux titres. Cela passe par l'ouverture du marché des agences de notation, par un renforcement de la transparence ou encore par la création d'une agence de notation européenne publique.

Il convient enfin d'éviter l'octroi trop facile de crédit. Une option est de forcer celui qui a consenti un crédit et veut alléger son bilan en le titrisant à en conserver une partie suffisante pour continuer à se sentir responsable de son sort. Les nouvelles règles prudentielles de Bâle III obligent ainsi les banques à conserver dans leur bilan au moins 5 % des parts de titrisations émises afin de garantir la qualité des produits titrisés.

*Retrouvez toutes
nos analyses sur
www.financite.be*

*Arnaud Marchand
Juin 2013*

⁹ Paul De Grauwe : « On aurait dû interdire aux banques la titrisation », article paru sur econet.blogs.lalibre.be, le 26 juillet 2010.