

RETOUR SUR LA CRISE DES *SUBPRIMES* ET DE LA TITRISATION

THIERRY DISSAUX*

La titrisation et les *subprimes* sont-ils responsables de la crise financière née en 2007 ? Et que nous apprennent-ils sur les modes de fonctionnement du secteur financier d'aujourd'hui ainsi que sur ses dérives éthiques éventuelles ?

Malgré les trois années écoulées depuis le déclenchement de la crise, revenir sur ces questions et apporter des éléments de réponse apparaissent plus que jamais nécessaires.

LA TITRISATION : OUTIL DE REFINANCEMENT BANCAIRE

Quelques rappels

La titrisation n'est ni saine, ni malsaine. Elle représente pour une banque un moyen puissant de refinancement

par lequel celle-ci cède des créances logées à son actif, afin de recevoir en échange des liquidités. Les créances cédées (prêts à l'habitat, crédits aux entreprises, prêts personnels...), sélectionnées selon des critères spécifiques, sont stockées à l'actif d'un véhicule particulier (SPV - *special purpose vehicle*) qui émet, au passif, diverses catégories de « notes » ou d'obligations qui diffèrent notamment par leur qualité de crédit et leur notation. Ces tranches sont distribuées à différentes catégories d'investisseurs selon leur propre appétit en termes de rendement/risque (compagnies d'assurances, fonds de pension, gestionnaires d'actifs, autres banques), en partant généralement d'une tranche senior notée AAA jusqu'à des tranches *equity* de notation *non-investment grade*, voire non notées. L'opération est fondée sur une structuration détaillée qui spécifie, entre autres, la cascade des versements,

* Conseiller spécial du directeur général du Trésor pour les affaires financières, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

L'auteur s'exprime ici à titre personnel. Ses propos n'engagent pas le ministère.

capital et intérêts, auxquels chaque investisseur a droit en fonction de sa position au passif.

En fait, la titrisation peut être vue comme un mécanisme de filtrage couplé à une redistribution : les risques sortent de la banque et sont achetés par des investisseurs tiers. À noter que cette mécanique ne s'applique pas aux seules créances bancaires. Les créances commerciales d'une entreprise, par exemple, sont refinançables de la même manière.

Différentes formes de titrisation se sont succédé historiquement. De la titrisation de portefeuilles d'actifs granulaires, on est passé à des portefeuilles moins diversifiés, sous forme de CDO - *collateralized debt obligations*. D'actifs simples (crédits immobiliers aux particuliers), on est passé à des actifs plus complexes (financements de projets, ABS - *asset-backed securities* -...). De transactions *cash*, on est passé à des titrisations synthétiques (CSO - *collateralized synthetic obligations*) utilisant des dérivés de crédit, pour lesquelles seule une partie du passif est effectivement émise.

La titrisation a été le vecteur d'un modèle bancaire particulier (*originate-to-distribute*), où les banques, ou d'autres originateurs, émettaient des créances plus ou moins standardisées, qui avaient vocation à rejoindre rapidement des véhicules de titrisation.

L'EXPLOSION DES SUBPRIMES : RÉVÉLATEUR DE LA CRISE

L'explosion des *subprimes* en 2007

constitue le révélateur, plutôt que la cause, de la crise économique et financière apparue depuis.

Une crise financière

L'enchaînement des événements à partir de l'été 2007 est dramatique, mais paraît simple. On assiste d'abord à l'effondrement du secteur des *subprimes* aux États-Unis, suivi par celui des CDO d'ABS mezzanine, l'éclatement du modèle des *monolines* (garants financiers qui assuraient notamment des obligations structurées) et des SIV (*structured investment vehicles*)¹. Ceci se conjugue avec des fermetures de fonds, Bear Stearns pour commencer, et des pertes massives enregistrées par de grands établissements - Citigroup, UBS, AIG et d'autres. Pour en rester au second semestre 2007.

À l'origine, la crise paraît financière. On en attribue presque naturellement la responsabilité aux produits financiers les plus sophistiqués - passés du statut d'instruments très inventifs et profitables à celui d'actifs toxiques - et, finalement, aux excès de la titrisation aux États-Unis.

Mais c'est sans doute aller un peu vite. La titrisation a de fait cessé de fonctionner correctement lorsque les structures ont commencé à recourir à des actifs de qualité de plus en plus dégradée, notamment à partir de 2006. Cela s'est réalisé à la faveur d'un système d'origination fonctionnant de manière de plus en plus débridée, non sans fraudes d'ailleurs, sans que les agences de notation, ni

d'ailleurs les régulateurs américains n'en prennent la mesure. Ainsi, la régulation américaine, culturellement presque illégitime parfois, se trouve par essence entravée, en tout cas comparée à ce qu'elle est en Europe. Sur cette base, le système de « filtrage » a ainsi atteint un état de saturation, laissant le virus de la mauvaise qualité se répandre dans l'ensemble du système de redistribution.

Une crise économique

Surtout, la crise n'était déjà pas que financière. On peut faire valoir qu'elle trouvait ses racines dans des déséquilibres économiques majeurs et plus anciens, particulièrement aux États-Unis.

Les crédits hypothécaires de mauvaise qualité (*subprimes*), dont de nombreuses titrisations facilitaient le refinancement, étaient délivrés à des particuliers qui n'avaient les moyens de s'endetter et d'acquérir un logement qu'en misant sur une hausse à l'infini du prix des actifs. C'est en effet en mobilisant la valeur même des patrimoines détenus et sur la quasi-exclusion de toute forme de revenu qu'étaient construits ces produits². Ce sont eux qui constituent le véritable signe du dérèglement de nature économique, et non la titrisation elle-même : l'incapacité d'une économie à délivrer un pouvoir d'achat réel et suffisant. En d'autres termes, les crédits *subprimes* ont incarné le dernier des instruments en date permettant de solvabiliser artificiellement une demande et un pouvoir d'achat de moins en moins réels.

Le problème macroéconomique sous-jacent transparaît à travers le déficit commercial et courant américain (3 % du PIB). Celui-ci, chronique, alimentait depuis longtemps les craintes quant à la capacité du pays à le financer.

Si, pour les États-Unis, émetteur de la monnaie véhiculaire mondiale, cette difficulté n'a jamais été vue comme telle, ces déficits restent en revanche le signe d'une économie vivant au-dessus de ses moyens. Ils correspondent à une valeur ajoutée créée hors des frontières et donc à des salaires versés ailleurs dans le monde et financés par le consommateur américain. Et c'est à un endettement de plus en plus important, de plus en plus assis sur la valeur patrimoniale supposée des actifs plutôt que sur des flux de revenus que le consommateur américain a fait appel pour compenser l'insuffisance des salaires et du pouvoir d'achat qui lui étaient distribués.

Si la croissance effrénée de l'endettement privé en général, et notamment sous forme de *subprimes*, est venue compenser l'incapacité de l'économie américaine à procurer un pouvoir d'achat suffisant aux ménages américains, elle en a, en même temps, créé l'illusion. À l'été 2007, l'économie américaine est donc venue buter non sur le financement du déficit commercial, mais sur les limites de l'endettement privé qui en était le ressort. Ces limites ont été atteintes lorsqu'il est apparu que la base de valorisation des actifs sur laquelle reposait l'endettement ne pouvait toujours croître et commençait à baisser.

En Europe comme aux États-Unis

D'autres déséquilibres macroéconomiques préexistaient aussi ailleurs dans le monde, en dehors même de tout mécanisme de titrisation et de l'impact qu'ils ont eu *ex post* sur le bilan des banques.

Pour un certain nombre de pays européens, pour l'Union européenne dans son ensemble et à l'exception notable de l'Allemagne et des Pays-Bas, les déséquilibres se manifestent par des déficits - budgétaires, commerciaux - ainsi que par une croissance souvent anémique et un chômage élevé.

Ces déséquilibres représentent, entre autres, le signe du même problème de fond qu'aux États-Unis : une situation d'insuffisance chronique de pouvoir d'achat réel créée dans chacun des pays concernés. Les États-Unis ont compensé cette situation par une croissance de l'endettement privé progressivement assise sur la valeur des patrimoines. Nombre de pays européens ont eu recours à l'emploi public, aux transferts sociaux et, *in fine*, à la croissance de l'endettement public pour y parvenir.

Dès lors, la suite de la crise est inscrite : les déséquilibres économiques préexistants, aggravés par la crise financière, apparaissent ensuite au grand jour. Et ils demeurent à régler.

LES EXCÈS DE LA TITRISATION

Les excès auxquels a conduit la

titrisation ne peuvent pas pour autant être ignorés.

Au fil du temps, la demande hypothécaire, on l'a vu, est devenue de plus en plus artificielle. Le crédit immobilier, au pire de la production des *subprimes*, n'était plus aux États-Unis un moyen de financer l'achat d'un logement, mais plutôt un moyen de se loger, en faisant reposer exclusivement l'opération de crédit sur la seule valeur, pourtant volatile, de l'actif immobilier. On a vu ainsi apparaître aux États-Unis des prêts dits *ninja* (*no income, no job, no assets*) qui permettaient à chacun d'acquérir un logement au-dessus de ses propres moyens, en misant sur une revente de l'actif à échéance d'environ deux ans, à prix « nécessairement » supérieur, pour rembourser le principal du prêt et les intérêts capitalisés, voire d'ailleurs les charges d'électricité et la valeur de la voiture neuve livrée dans le garage.

Perte de la culture du crédit et fraude

La culture du crédit a évidemment été perdue de vue. Dans le modèle *originate-to-distribute*, la qualité essentielle de l'origination a été de plus en plus oubliée et il est vrai que la titrisation, en distendant les liens et les responsabilités entre l'originateur des crédits et les investisseurs qui en portaient le risque final, y a fortement contribué. Ceci a clairement favorisé chez un certain nombre de courtiers peu scrupuleux un comportement de fraude. Peu importait la qualité de l'origination, que l'on pouvait

« arranger » un peu au mépris de la solvabilité même du souscripteur du prêt, du moment que l'intermédiaire touchait une commission dans l'opération sans rien supporter du risque final et que l'on faisait confiance à la mécanique de la titrisation pour filtrer les mauvais risques. La dégradation de la qualité de l'origination, couplée avec une incitation, certes involontaire, à la fraude, a ainsi créé les conditions d'une bulle immobilière généralisée et donc d'un effondrement général des prix de l'immobilier aux États-Unis lorsque les limites du système ont fini par apparaître, c'est-à-dire notamment quand l'accumulation des mauvais risques a engorgé le système de « filtrage » des titrisations.

Un autre phénomène est d'ailleurs venu aggraver le retournement, celui de la pratique américaine du *non-recourse*. En droit américain, possibilité est laissée à l'emprunteur de se dégager de ses obligations de remboursement en abandonnant à son financeur, à la banque, l'actif financé. Même si la valeur de ce bien est inférieure au total de ce que l'emprunteur doit à la banque, celle-ci n'a pas de recours sur ce dernier quant au solde dont il resterait débiteur après la revente. Un tel défaut de paiement n'est certes pas sans conséquences pour l'emprunteur, mais celui-ci peut malgré tout trouver un intérêt, en cas de dégradation du prix de son actif en deçà du montant de sa dette, à « arbitrer » la banque en lui laissant la charge de la perte de valeurs afin d'éviter d'avoir à s'acquitter d'une dette jugée hors de proportion. Au travers des titrisations, ce risque a été transféré à l'investisseur final sans qu'il en ait

peut-être toujours conscience, en Europe en particulier.

Complexité et défauts de modélisation

Les structures de titrisation employées ont également montré différentes faiblesses dans la modélisation sur laquelle elles reposaient, non parce que les modèles eux-mêmes, au sens strict, ont été pris en défaut, semble-t-il, mais parce que la valeur de différents paramètres - matrice de corrélation, hypothèses des stress tests... - s'est trouvée démentie par les observations.

Des modèles avaient ainsi été utilisés pour stresser des portefeuilles de créances immobilières, en amont de la crise, avec des hypothèses bien pires que les crises immobilières historiques du marché américain. Et les structures avaient été montées pour résister à ces hypothèses de crise très forte.

Mais la crise apparue en 2007 a dépassé d'un facteur 10 ou plus, dit-on, les crises antérieures. Il semble en fait qu'aucune crise immobilière, historiquement, n'avait affecté l'ensemble du territoire américain de manière aussi simultanée et homogène. Or l'un des facteurs de la « solidité » des titrisations sur créances immobilières tenait à la diversification géographique des créances à l'intérieur même du territoire américain, y compris dans les cas de crise historique les plus graves.

La manière dont cette crise s'est construite, sur une incitation généralisée à l'endettement - car pourquoi résister au plaisir de faire comme

son voisin et d'acheter au-delà de ses moyens ? - et finalement aussi en partie sur des mécanismes d'encouragement à la fraude, a rendu possible « l'impensable » : une corrélation géographique beaucoup plus forte entre les différentes régions des États-Unis. En d'autres termes, si les modèles fonctionnaient sur l'aggravation des pires conditions historiques connues, ils ne « voyaient » pas que derrière ces conditions, certaines causes ou hypothèses prévalaient et que d'autres raisons pouvaient remettre en question les paramètres supposés stables du modèle et la magnitude du cataclysme.

En bref, et outre ce rappel à une prudence nécessaire à l'égard de toute modélisation, la crise a donc remis en cause les excès (essentiellement américains) de la titrisation et du modèle *originate-to-distribute*, où plus personne, en définitive, n'apparaissait responsable de la qualité des crédits originés : ni financièrement (sauf bien sûr l'investisseur final) ; ni, à ce qu'il est apparu, organisationnellement ; insuffisamment, en termes de réputation ; sans parler du point de vue éthique.

C'est en particulier à ces différents aspects que l'action des régulateurs depuis trois ans a visé à répondre.

LE FONCTIONNEMENT DU SECTEUR FINANCIER

La crise de la titrisation a également conduit à s'interroger sur divers modes de fonctionnement du secteur financier.

Un point curieux au fil de cette crise

financière a été de constater que des risques apparemment sortis des bilans des banques par le jeu de la titrisation y étaient en définitive demeurés, à en juger par les pertes considérables que celles-ci ont subies sur ces instruments.

Il y a à cela plusieurs éléments d'explication et matière à se poser des questions sur cette base.

Premier élément, les banques ont utilisé les titrisations pour sortir des risques de leurs bilans, mais elles sont également des investisseurs. Elles ont donc cédé d'une main des risques qu'elles achetaient de l'autre main (mais sous une forme différente et moins risquée - tranches senior).

Deuxième élément, le risque de réputation et la limite des opérations de déconsolidation : les banques qui ont, par exemple, créé des véhicules déconsolidants de type SIV pour acheter des actifs structurés ont été tenues, en pratique, de rapatrier ou de reconsolidier ces risques pour maintenir leur réputation et leurs relations avec leurs investisseurs et leurs clients.

Negative basis trades et modes de rémunération

Beaucoup moins connu, un troisième élément d'explication réside dans un type de transactions que nombre de banques ont effectuées : les *negative basis trades* (transactions en base négative).

Un *negative basis trade* est typiquement une opération par laquelle une banque achète sur le marché une tranche de titrisation senior, notée AAA, et demande parallèlement à un assureur *monoline*, lui-même

noté AAA, de lui garantir le remboursement de son investissement, à première demande, capital et intérêts, d'ailleurs sous un format de CDS (*credit default swap*). En d'autres termes, d'un côté, la banque achète un risque très limité et reçoit pour cela une rémunération (l'intérêt versé par la tranche AAA) ; de l'autre côté, elle revend immédiatement ce risque à un acteur extrêmement solide en lui versant une rémunération, plus faible, au titre de sa garantie (la « base », c'est-à-dire la différence entre le *spread* du CDS et le *spread* versé par le titre, est ici négative et explique la terminologie employée).

Le risque de la banque devient tellement faible (risque que la tranche AAA fasse défaut ainsi que l'assureur *monoline*) et l'opération paraît si solide que quelques libertés deviennent possibles, si ce n'est même raisonnables.

La première, c'est que la banque peut s'autoriser, en fonction de ses règles spécifiques d'affectation de fonds propres, à utiliser sur ces transactions les pondérations des opérations de *trading*, plus légères, plutôt que celles des opérations d'investissement.

La deuxième dérive possible, c'est que dès lors que l'opération est à ce point sécurisée, il devient tentant, ou il n'est pas nécessairement choquant, d'enregistrer dans les comptes de l'année même où elle est conclue la valeur présente des flux de revenus différentiels futurs, à cinq, sept, dix ans. C'est satisfaisant du point de vue des résultats courants de la banque, c'est explicable aussi. C'est également satisfaisant pour le compte de résultat du *desk* qui réalise l'opération, dont les opérateurs peuvent ainsi logiquement

prétendre au paiement *up front* d'un bonus sur la totalité de la marge future générée.

Au total, on trouve là une incitation forte à réintégrer dans les bilans bancaires, sous une forme certes plus sécurisée, des risques qui étaient censés les avoir quittés et une incitation forte également, individuelle et collective, à gauchir, ou en tout cas optimiser, le comptable et le prudentiel.

On n'avait guère attendu les titrisations pour se heurter sur les marchés à des questions de maîtrise des risques, d'interprétation des règles et de transparence. Mais clairement aussi, toute nouvelle génération de produits complexes fournit en la matière de nouvelles opportunités.

Rôle des banques et Abacus

La transaction Abacus, mise en place à la fin de l'année 2006 et au début de l'année 2007 par Goldman Sachs au bénéfice du fonds Paulson & Co et qui a suscité l'ouverture au début de l'année 2010 d'une enquête du régulateur des marchés américains, la SEC (Securities and Exchange Commission), en fournit une belle illustration.

Résumée à l'essentiel - si tant est que l'on ait bien traduit les informations de la presse souvent peu explicites qui ont circulé sur cette affaire -, Abacus permettait au fonds Paulson & Co de se placer dans une position de marché de type acheteur de protections nues (*naked CDS*) sur des crédits *subprimes*.

L'acheteur d'une protection sur un titre donné, sous un format CDS en l'occurrence, cherche à se prémunir

contre le risque de défaut sur ce titre en acquittant pour cela une prime. Il peut, ou non, détenir ce titre sous-jacent. Lorsqu'il ne le détient pas, il fait le pari que le titre fera défaut, ou plus exactement que le risque de défaut anticipé par le marché sur ce titre va croître et qu'ainsi, la valeur de la protection qu'il détient va augmenter. Il sera donc en mesure de la dénouer ou de la revendre, d'une manière ou d'une autre, sur le marché avec profit.

Le pari de John Paulson consistait précisément en ce que le marché des *subprimes* allait se retourner et que s'il parvenait à acheter des protections contre des titres *subprimes* avant ce retournement, il tirerait parti de ce dernier.

Les protections (CDS) sur les titres *subprimes*, eux-mêmes des tranches de titrisation assez illiquides, étant peu courantes en tant que produits traités sur le marché, Goldman Sachs a bâti un système, Abacus, permettant d'offrir cette possibilité. À la base, Abacus est un CDO, donc une structure de titrisation. Mais il est monté sur des expositions à des titres ABS (en l'occurrence, les tranches de *subprimes*). Le produit est déjà plus rare. En outre, les expositions sont prises, non à travers l'achat simple des titres *subprimes* correspondants, mais de manière synthétique en vendant de la protection sur ces mêmes titres sous un format CDS. On a là un produit encore moins fréquent, le CSO d'ABS. Particularité supplémentaire, Paulson & Co constituait l'unique contrepartie et réalisait l'opération sous forme « nue », c'est-à-dire qu'il ne cherchait pas à obtenir des investisseurs du

CDO une protection plus ou moins forte pour couvrir des expositions *subprimes* qu'il prédétient, il jouait, au contraire, délibérément le retournement du marché des *subprimes* contre ces investisseurs.

Comprendre cela pour les investisseurs était le point clé. Savoir qu'à travers Abacus, ils s'exposaient sur le marché des *subprimes*, fût-ce au travers d'un instrument complexe, allait plutôt de soi. En revanche, imaginer que la contrepartie finale, Paulson & Co, faisait le pari d'un effondrement, jouait volontairement contre eux et avait donc intérêt en particulier à sélectionner les titres *subprimes* qui lui paraissaient les moins solides ou les plus susceptibles de s'écrouler représentait une étape moins évidente. Étape d'autant plus difficile à franchir si, comme on l'a affirmé, le message indiquant que Paulson investissait lui-même dans la structure à leurs côtés leur était parallèlement transmis...

Par conséquent, ce qui est en cause dans une telle transaction, c'est le degré de transparence qui a été offert aux investisseurs. Dans quelle mesure ont-ils été informés des intentions et du calcul de Paulson ? Et devaient-ils l'être explicitement ? Du point de vue de Goldman Sachs, la réponse est, semble-t-il, donnée :

- toute transaction sur un marché se fait aux risques et périls de chacun ;
- par essence, l'acheteur et le vendeur ont des intérêts ou des paris opposés, que ce soit au moment de conclure une transaction sur une action en Bourse ou une transaction comme Abacus ;
- l'ensemble des intervenants sont des grands garçons (*big guys*) et des investisseurs avisés qui connaissent les

règles du marché et savent ce qu'ils encourent ;

- il est trop tard pour constater après l'apparition des pertes que l'on s'est mépris sur le sens d'une transaction et les intentions de l'autre ;

- et enfin, l'intermédiaire dans cette transaction n'est en rien responsable de la manière dont les paris se révèlent *in fine* gagnants ou perdants.

Mais, notamment sur une transaction aussi peu répandue qu'un ABS CSO monté avec un acheteur de *naked* CDS, il faut *a minima* être assuré que la documentation est parfaite et que la communication orale n'a pas pu brouiller - involontairement, ce qui serait déjà gênant ; volontairement, ce qui deviendrait grave - l'appréciation de chacun.

On peut aussi relever que l'approche de ces questions - qui renvoie plus généralement à la conception qu'a une banque de son rôle de conseil vis-à-vis des investisseurs ou des clients, au mode de gestion de la relation commerciale, à la latitude laissée à l'utilisation des informations collectées ainsi qu'au mode de résolution des conflits internes (être ou non des deux côtés d'une transaction), et en définitive à ce que sont les modes de gouvernance interne et externe de chacun - varie selon la banque d'investissement concernée.

LA TITRISATION DEMEURE UNE NÉCESSITÉ

Pour autant, il faut corriger ces différents excès : la titrisation reste nécessaire.

La puissance même de la mécanique de la titrisation et de son concept a malgré tout subsisté.

Il ne faut pas oublier en effet que l'intermédiation financière a connu un changement considérable depuis les années 1980. Si l'on met de côté le compartiment actions, le système bancaire détenait alors la majeure partie de l'épargne des agents privés et utilisait celle-ci pour assurer le financement des autres acteurs. La taille du bilan des banques était encore un indicateur significatif de leur puissance.

Mais le rôle des banques a changé. Les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les gestionnaires d'actifs ont capté une part de plus en plus grande de l'épargne au détriment du système bancaire. Or ces acteurs-là, par construction, achètent des titres et les actifs qu'ils gèrent sont placés sous forme de titres.

La titrisation a donc été et demeure un instrument permettant aux banques d'assurer leur refinancement sur le marché, pour continuer à jouer leur rôle dans le financement de l'économie.

On notera par ailleurs que la titrisation n'occupe pas la même place et qu'elle n'a pas connu les mêmes excès entre les États-Unis, d'un côté, et l'Europe, de l'autre côté, notamment l'Europe continentale. Du reste, si leurs prix se sont effondrés et si leur liquidité s'est tarie, la qualité intrinsèque de crédit et les performances des titrisations européennes ont bien résisté à la crise. Toutes les titrisations ne sont donc pas à regarder du même œil.

Les banques européennes en général ont malgré tout enregistré des pertes

sur actifs, liées à leurs opérations d'investissement. Cela étant, ces moins-values ont d'abord été liées à une comptabilisation en *mark to market*, dont le niveau reflétait plus les conditions de marché que la valeur à terme des opérations, ensuite à des pertes effectives enregistrées par ces actifs, mais sur des véhicules d'origine essentiellement américaine.

En France spécifiquement, une attention particulière a toujours été portée à la qualité de l'origination par les banques, tout spécifiquement en matière immobilière. Et le régulateur français, bancaire ou consommériste, n'a jamais laissé se développer les dérives auxquelles s'est livrée la sphère anglo-saxonne.

Enfin, les banques françaises particulièrement, comme leurs consœurs germaniques, ont eu plus généralement recours à une autre technique que la titrisation pour refinancer leurs créances à l'habitat - le plus gros des encours sur les particuliers -, celle de l'émission d'obligations foncières (l'équivalent français des *Pfandbriefe* allemandes, des lettres de gage luxembourgeoises, des *cedulas* espagnoles ou, à titre générique, des obligations sécurisées ou *covered bonds* anglo-saxons).

Ceci a d'ailleurs une conséquence importante : les risques refinancés par les banques *via* des *covered bonds* demeurent portés par les banques. C'est l'une des grandes différences avec la titrisation. L'incitation pour les banques à veiller à la qualité de leur origination reste donc entière, s'il en est besoin. À rebours cependant, elles n'allègent ni leurs bilans, ni leurs exigences en capital, tandis que

les titres proposés aux investisseurs sous le format des *covered bonds* sont moins diversifiés. Dans tous les cas de figure, à côté des obligations sécurisées, la titrisation reste donc nécessaire.

LES VOIES D'UNE SORTIE DE CRISE NÉCESSAIRE DE LA TITRISATION

Passé le moment d'opprobre, la première réaction de la communauté internationale a été celle de la régulation. Il fallait plus de régulation pour empêcher la réapparition des dérives. Toutes les instances internationales concernées (G20, FSB - Financial Stability Board -, FMI - Fonds monétaire international -, IOSCO - International Organization of Securities Commissions -, Comité de Bâle...) ont donc émis des recommandations et des règles pour mieux encadrer les opérations.

Mais ces mêmes instances internationales sont également conscientes que la titrisation demeure nécessaire, qu'elle est devenue aujourd'hui un instrument essentiel du refinancement et de la liquidité des banques.

Dans un deuxième temps est donc apparue l'idée que la régulation était certes une excellente chose, mais qu'il fallait aussi veiller à ce que le marché redémarre. Cela d'autant plus que tant que le marché reste éteint, ce sont les banques centrales, aux États-Unis, en Europe et ailleurs, qui se retrouvent à assurer l'écrasante majorité des besoins de liquidités du système.

Dès lors, chacun a réagi selon sa propre conception, mais aussi d'après l'état de son marché. Les États-Unis, les plus touchés, ont mis en place des mesures de réactivation dans le dur, avec un soutien public à l'achat d'actifs issus de la titrisation. Ce sont les programmes TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) et PPIP (Public-Private Investment Program). Pour d'autres raisons, le Royaume-Uni a adopté un programme similaire sur le segment des *residential mortgages*.

Les autres pays, et notamment la France, n'ont pas eu besoin de mettre en place de telles mesures. Progressivement, il est apparu qu'il fallait aider les banques à retrouver des modes de financement normal de marché postcrise, à se passer des mécanismes de type SFEF (Société de financement de l'économie française) et des interventions monétaires massives de la BCE (Banque centrale européenne), mis en place durant le plus fort de la crise.

Les Pouvoirs publics français ont pris une première initiative d'envergure à l'été 2009 consistant à créer un nou-

veau compartiment légal de *covered bonds*, celui des futures « obligations à l'habitat » qui permettront à la fois de soutenir l'offre de crédit à l'habitat et, pour les banques, de mobiliser plus largement leurs créances pour se refinancer. Il s'agit là d'un dispositif législatif proposé à l'attention du Parlement dans le cadre du projet de loi portant sur la régulation bancaire et financière, dont l'examen a démarré au printemps 2010.

Les Pouvoirs publics sont allés plus loin en appelant de leurs vœux la relance du marché européen de la titrisation et en parrainant un travail de place sur cette relance. L'idée sous-jacente est qu'il faut faire la part entre les titrisations saines, profitables et nécessaires au bon fonctionnement de l'économie réelle, et les autres. Et que la notation AAA ne saurait être le seul critère.

Cette initiative, qui a démarré à l'été 2009, a bien avancé. Elle est aujourd'hui en cours de discussion au sein des instances européennes qui traitent ce type de questions.

Le processus est donc en marche.

NOTES

1. Le SIV est une structure proche d'une banque, mais déconsolidée, qui finance l'achat de portefeuilles de créances structurées par émission de titres de plus ou moins longue durée.
2. Les *home equity loans* étaient des produits particulièrement efficaces de ce point de vue : lorsqu'un particulier disposait d'une maison achetée à crédit et que la valeur de celle-ci avait augmenté depuis la date d'acquisition, il pouvait mobiliser le surcroît de valeur ainsi apparu en se faisant accorder un crédit garanti par ce différentiel.

