

Titrisation, mode d'emploi

Dominique DHINNIN et Christophe CORDONNIER
Centre d'Etude et de Réflexion pour l'Action Politique

Malgré l'intérêt suscité par le vote de la loi du 23 décembre 1988 et la publication en mars 1989 de son décret d'application, l'engouement du monde financier français pour la titrisation semble quelque peu marquer le pas, même si nombre d'établissements de crédit poursuivent activement leurs recherches.

Plusieurs raisons peuvent être invoquées pour expliquer ce phénomène : les difficultés techniques inhérentes au processus de transformation de crédits bancaires en titres de créances négociables auraient été sous-estimées au départ par des établissements financiers qui ont dû pour la plupart se regrouper pour mener à bien leurs études. La titrisation pourrait par ailleurs ne pas correspondre à une innovation nécessaire dans l'immédiat pour la place de Paris. Peut-être même certains établissements financiers anticiperaient-ils négativement ses conséquences sur leur activité traditionnelle. Dans ces conditions, il apparaît tout d'abord utile de clarifier le cadre dans lequel la titrisation intéresse les différents acteurs qu'elle concerne : Etat, banquiers, investisseurs, emprunteurs ; d'analyser ensuite quelles modifications de la pratique financière seraient requises pour favoriser son extension ; de tenter enfin de définir de manière prospective les conséquences de son éventuel développement pour l'ensemble de la Place.

La titrisation : pour quoi faire ?

La titrisation relève plus à l'origine de la volonté du

ministère des Finances (et en particulier du bureau de la Direction du Trésor chargé du financement du logement), que d'un souhait manifesté par la Place, à l'instar d'ailleurs de la plupart des innovations récentes en matière financière.

L'objectif avancé par l'Etat est triple :

- Favoriser grâce à un instrument susceptible de se substituer efficacement au marché hypothécaire (créé en 1966 et désormais moribond¹), le refinancement à un coût modéré des créances hypothécaires des banques, sans garantie de l'Etat, à un moment où les pouvoirs publics cherchent à se désengager progressivement du crédit au logement, comme ils l'ont fait pour la majorité des autres procédures de financement spécialisées ;
- Améliorer la profondeur du marché financier français à long et à moyen terme, afin de renforcer le rôle international de la place de Paris ;

1 -- Le marché hypothécaire, créé en 1966, devait permettre d'allonger la durée des crédits immobiliers en abaissant le coût, du fait de la mise au point d'un nouveau système de refinancement des banques. Celles-ci pouvaient désormais mobiliser leurs créances d'une durée comprise entre 10 et 20 ans par le biais d'effets représentatifs, portant nantissement de ces créances au bénéfice du porteur. Le nominal des effets de mobilisation ne pouvait pas dépasser 90 % de la valeur totale des créances nanties.

Après l'exclusion de ce marché en 1986 des intervenants non bancaires et la création de la Caisse de Refinancement Hypothécaire, qui émet avec la garantie provisoire de l'Etat des obligations lui permettant de mobiliser dans des conditions plus avantageuses pour les banques leurs créances hypothécaires, le marché hypothécaire a vu le nombre de ses intervenants majeurs se réduire à la seule Caisse Nationale de Crédit Agricole. Il était donc temps pour l'Etat de procéder à la mise en place d'un nouveau support de refinancement.

TITRISATION : MODE D'EMPLOI

- Faire baisser les taux d'intérêt, en donnant notamment aux banques les moyens de gérer le risque de remboursement anticipé de leurs créances.

A l'inverse de l'Etat, un grand nombre d'intermédiaires financiers n'ont pas caché leur scepticisme vis-à-vis de l'intérêt concret et immédiat de la titrisation en France.

Les principales banques à réseau, encore marquées par la période d'encadrement du crédit, cherchent surtout pour le moment à profiter du désencadrement pour accroître leurs parts de marché, sans rencontrer jusqu'à présent de difficultés dans le refinancement de leur activité de prêts.

Les crédits immobiliers, dont les taux sont souvent inférieurs à ceux des obligations d'Etat, constituent souvent dans la stratégie des banques un produit d'appel qui leur permet de fidéliser une clientèle de particuliers aux dépôts non rémunérés, susceptible par ailleurs de s'intéresser à d'autres prestations rentables.

Néanmoins cet attentisme du monde bancaire face à la titrisation ne devrait pas perdurer : l'entrée en vigueur progressive des ratios Cooke² devrait inciter les banques françaises à céder nombre de leurs créances si elles veulent poursuivre sans entrave leur stratégie de conquête de parts de marché, d'autant qu'elles ne peuvent escompter de substantielles dotations en capital de la part d'un Etat qui, pour beaucoup d'entre elles, reste leur seul actionnaire et n'entend pas procéder dans l'immédiat à de nouvelles privatisations.

Mais c'est surtout la fin de l'interdiction de rémunérer les comptes courants créditeurs, conséquence probable des directives communautaires relatives à la libre prestation de service en matière financière et à la libération des mouvements de capitaux, qui risque de contraindre les banques à se délester sur le marché de leurs créances hypothécaires, comme ce fut d'ailleurs le cas pour les *saving and loans associations* américaines lors de l'abolition de la réglementation Q sur les intérêts créditeurs au début des années 1980.

Aujourd'hui, les établissements financiers transfor-

ment les dépôts à vue non rémunérés de leurs clients en prêts à long terme à taux fixe, sans pour autant courir de véritable risque de taux du fait de la non-indexation de leur ressource sur le prix de l'argent³ : les prêts immobiliers font les dépôts à vue qui les refinancent.

Si demain ces dépôts portent intérêt, les banques devront adosser leurs prêts à long terme sur des ressources de même durée. Se posera véritablement dans ce contexte le problème du risque de remboursement anticipé en cas de baisse des taux⁴ (pour l'instant, il ne préoccupe avec beaucoup d'acuité que les banques sans réseau de collecte, comme la Compagnie Bancaire, qui ne pratiquent pas la transformation à large échelle). La titrisation des créances hypothécaires pourra alors s'imposer à l'ensemble des banques comme une impérieuse nécessité.

Dans ces conditions, les banques ne sont guère intéressées pour l'instant par la titrisation de leurs créances hypothécaires, qui les forcerait à actualiser des marges négatives, et préfèrent se concentrer sur la cession de crédits à l'acquisition de biens de consommation durables, pour lesquels les difficultés techniques sont moindres et le gain en fonds propres plus important, du fait de leur pondération Cooke à 100 %⁵.

Troisième groupe concerné par la titrisation, les investisseurs potentiels, comme les compagnies d'assurance ou les caisses de retraite. Pour l'instant, ces intervenants n'ont guère manifesté d'intérêt pour la titrisation : il est vrai que l'écart de taux entre les parts des futurs fonds communs de créances hypothécaires et les obligations de première catégorie devrait être très réduit, compte tenu de la faiblesse des marges bancaires actuelles sur les crédits hypothécaires ; la prime de risque sur les parts de fonds communs de créances ne pourrait donc guère être attractive.

3 — Pour une banque qui se refinance par des dépôts à vue non rémunérés, le coût de la ressource est constitué par les frais de gestion de son réseau de collecte de l'épargne. Son évolution peut être largement disjointe du prix de l'argent sur le marché, comme on a pu le constater ces dernières années en France.

4 — Les banques qui adossent leurs crédits sur des emprunts de durée équivalente sont en position de taux si les emprunteurs veulent, à la suite d'une baisse du prix de l'argent, rembourser par anticipation ou renégocier leurs prêts. La perte ainsi dégagée ne peut que très partiellement être répercutée à l'emprunteur, car la loi Scrivener fixe l'indemnité maximale autorisée pour les banques à 3 % du capital restant dû.

5 — D'ores et déjà, des établissements qui travaillent sur la titrisation préparent le lancement de Fonds Communs de Créances dans ce domaine.

2 — Les ratios prudentiels de couverture des risques par les fonds propres des différents établissements financiers sont désormais définis pour l'ensemble des pays développés par la Banque des Règlements Internationaux de Bale. Pour chaque unité de crédit distribuée, la banque devra disposer en 1992 de 8 % de fonds propres. Pour les crédits hypothécaires, pondérés à 50 %, les fonds propres ne devront être que de 4 % : l'intérêt de leur titrisation pour la gestion des ratios bancaires sera donc moindre que dans le cas des autres types de créances.

NOTES

Reste que la titrisation devrait permettre de mettre au point des types de placements qui correspondent aux besoins spécifiques de ces institutions. Outre les techniques, classiques aux Etats-Unis, d'éclatement du risque de taux ou de durée en cas de remboursement anticipé (fonds « splités » dont les compartiments évoluent de manière inverse en cas de variation des taux) ou du risque de crédit (dettes de premier rang ou subordonnées), on peut ainsi envisager de lancer des prêts à long terme présentant des modalités spécifiques d'indexation, bien adaptés aux exigences des fonds de retraite ou des compagnies d'assurance-vie. De telles innovations exigeraient néanmoins des amendements plus ou moins importants à la réglementation en vigueur en matière de prêts.

Il faut noter par ailleurs l'utilité de la titrisation dans la conjoncture actuelle de libéralisation des mouvements de capitaux : la France, dont le système de retraite par répartition a pour corollaire une faible capacité d'épargne à long terme, a tout intérêt à voir se multiplier les produits de placement long, évalués par de grandes agences internationales de rating comme Moody's ou Standard and Poor's, afin d'attirer les flux d'épargne des caisses de retraite par capitalisation de pays comme le Japon ou la RFA et renforcer ainsi leur intérêt présent pour les titres du marché obligataire français, souscrits pour près des 2/3 par des non-résidents.

Le dernier groupe considéré dans l'étude des objectifs de la titrisation, les emprunteurs, est sans doute le plus indifférent face à cette innovation potentielle. Malgré l'objectif de baisse des taux affiché par le ministère des Finances, la titrisation ne semble pas les concerner pour l'instant. En ouvrant la porte à de nouveaux entrants sur le marché du crédit hypothécaire, elle devrait toutefois éviter une remontée brutale du coût des emprunts immobiliers en cas de banalisation des financements au logement.

Les moyens de la titrisation : autres règles, autres pratiques

Les objectifs des uns et des autres apparaissent à la lumière de ce rapide aperçu bien disparates. Leur intégration dans une dynamique commune de marché suppose d'ouvrir sans délai d'autres champs d'innovation et de déréglementation, à défaut de quoi la « titrisation » risque de rester un néologisme sans contenu réel.

Le démarrage de la titrisation en tant que marché

actif suppose la remise en question d'un certain nombre de règles traditionnelles du monde financier français. Il conviendrait de commencer en particulier par l'interdiction de rémunérer les soldes créditeurs, clef de voûte de la transformation de l'épargne à vue en prêts à moyen et long terme, et donc raison fondamentale de l'absence d'une véritable préoccupation des banques en matière de refinancement de leurs créances hypothécaires. Sans modification de ce pan de réglementation qui situe la France à la traîne de la plupart des pays développés, il est illusoire de s'attendre à une évolution en profondeur de nos structures financières.

Ces préalables étant posés, il est évident que le monde financier français devra profondément modifier ses pratiques pour être à même de procéder efficacement à la titrisation des créances bancaires.

Les difficultés techniques inhérentes au processus de titrisation, comme le choix des mécanismes de garantie (par le recours à des systèmes d'assurance ou à des techniques de surdimensionnement des fonds communs de créances prenant en compte les prévisions statistiques de défaillance), paraissent en effet des obstacles relativement secondaires face à la révolution qui devra s'opérer dans le mode de gestion des établissements de crédit.

Arguant du fait que la relation commerciale, tant avec les particuliers qu'avec les entreprises, est menée pour l'essentiel *intuitu personae*, la plupart des banques françaises n'ont pas cherché jusqu'à présent à se doter d'une évaluation statistique des risques encourus sur leurs engagements, ni même sauf exceptions à un recensement systématique des caractéristiques de leurs emprunteurs.

Cette attitude est renforcée par les entraves réglementaires à la rémunération des comptes courants qui obligent les grandes banques à concevoir leur démarche commerciale dans une globalité indistincte, où l'insuffisante rentabilité de certaines activités de prêt ou de gestion des moyens de paiement (chèques) est compensée par les profits tirés d'autres segments de leur gamme de produits. La libéralisation accrue du métier de banquier et la nécessité concomitante pour les établissements de crédit de céder leurs créances anciennes ou nouvelles sur le marché de la titrisation imposeront une autre gestion : pour mettre au point des paquets de créances homogènes, il faudra que les banquiers

TITRISATION : MODE D'EMPLOI

se dotent d'un suivi systématique de leurs emprunteurs. Outre une connaissance précise de leur solvabilité qui permettra de définir de manière prospective des statistiques d'impayés, ils devront s'attacher à l'analyse de la propension de leurs clients à rembourser leurs emprunts immobiliers par anticipation, en fonction des variations des taux d'intérêt, mais aussi de critères d'ordre sociologique comme le taux de mobilité géographique ou le type d'acquisition financée.

A une approche individuelle et personnalisée de l'octroi de crédit devrait donc se substituer une démarche standardisée où tous les événements de la vie du prêt (remboursement anticipé, défaillance de l'emprunteur) seront appréhendés de manière statistique.

La loi du grand nombre, traditionnellement rattachée à la fonction d'assurance, deviendra ainsi de façon croissante celle du banquier.

Les conséquences de la titrisation : nouveaux partages des eaux

Face aux contraintes imposées par la titrisation, tous les établissements financiers ne sont pas sur le même pied d'égalité.

Les uns, comme les grandes banques de dépôt, devraient en pâtir : incapables de connaître pour le moment avec précision les caractéristiques et la répartition de leurs créances, ces banques ne pourront de plus les céder qu'en actualisant des marges négatives, compte tenu du rôle de produit d'appel joué jusqu'à ce jour dans leur stratégie commerciale par les crédits immobiliers. On comprend de ce fait qu'elles ne cherchent guère à accélérer le processus...

Les autres, comme les établissements de crédit spécialisés, partent beaucoup mieux armés : habitués au « crédit scoring », adossant leur prêts sur des ressources de même durée, ils sont à la fois désireux de se débarrasser de leur risque de remboursement anticipé, et capables de constituer des paquets de créances homogènes.

Ces établissements ne devraient d'ailleurs pas se cantonner à la titrisation des seuls prêts immobiliers : afin de se délester d'engagements lourds à supporter dans le cadre de la réglementation Cooke⁶, ils devraient procéder parallèlement à la

cession de leurs crédits dans le domaine des biens de consommation durables comme l'automobile, l'électroménager ou l'informatique. Ces crédits, qui font depuis longtemps l'objet de statistiques très précises d'impayés et sont dénués de risque de remboursement anticipé, seront dans un premier temps plus aisément titrisables que les crédits hypothécaires, les acheteurs de fonds communs de créances pouvant évaluer avec précision le risque encouru sur leur investissement.

Reste qu'à terme le succès de la titrisation favorisera une disjonction entre l'octroi de prêts et l'obligation de disposer de capitaux considérables pour assurer leur refinancement. En cela, il ouvrira la porte du crédit aux particuliers, ou sous certaines réserves aux entreprises, à de nouveaux entrants issus de l'industrie ou de la grande distribution. On ne peut à cet égard oublier qu'aux Etats-Unis le développement de la titrisation est allé de pair avec l'émergence de « non bank banks », et que les institutions financières dans le giron de la grande distribution (Sears) ou de constructeurs automobiles comme la General Motors ou Chrysler Corporation, ont conquis aux dépens des banques une large part du marché des prêts à la consommation. Peu à même d'évoluer rapidement à cause de leur lourdes structures sociales, les banques à réseau et dans une moindre mesure les établissements spécialisés, ne pourront que difficilement résister à la pression commerciale de petites entités mobiles à faibles coûts de gestion, bien implantées sur des marchés spécifiques qu'elles connaîtront parfaitement par le simple fait d'être l'ultime maillon de groupes industriels vendant leurs produits crédit en main, et qui se refinanceront avec facilité en titrisant leurs créances.

C'est d'ailleurs dans ces conditions que l'on peut associer le développement de la titrisation à une certaine diminution du coût du crédit.

A l'avenir, on devrait assister à une dichotomie entre crédits titrisables à faibles marges, et crédits non titrisables octroyés par les institutions bancaires traditionnelles et de ce fait plus coûteux. Les premiers seront totalement standardisés : adossés sur des sûretés ou quasi-sûretés homogènes, comme celles constituées par la propriété des biens loués en crédit bail, ils seront mis en place par les prêteurs en fonction de critères discriminants appréhendés de manière statistique par le biais de systèmes informatiques centralisés, comparables en cela à ceux des assureurs.

⁶ — Comme il faut 8 % de fonds propres pour les engagements de crédit du type *leasing*, contre 4 % pour les crédits immobiliers, les banques ont intérêt à titriser les priorités en priorité.

NOTES

Les seconds relèveront de l'approche fine, *intuitu personae* : celle-ci étant peu applicable aux financements des particuliers, domaine par excellence de la loi des grands nombres, ils ne resteront prépondérants que dans les relations avec les entreprises. Mais là aussi la titrisation, appliquée par contagion progressive au leasing, aura tendance à exclure les banques traditionnelles des financements les plus sûrs, ne leur laissant que les mauvaises créances non causées sur des sociétés dont les immobilisations non spécifiques (locaux, matériel courant, véhicules), financées par crédit bail, ne seront plus portées au bilan, où figureront pour l'essentiel des actifs peu tangibles (ainsi des dépenses de recherche développement⁷). La nouvelle ligne de partage des flux financiers opposera donc les crédits titrisables, standardisés et à faible probabilité d'impayé final, aux crédits bancaires à plus haut risque.

Dans ce contexte de concurrence accrue où elles seront de plus confrontées à une dégradation de la qualité de leurs actifs, les banques se devront de s'adapter rapidement : par une réforme en profondeur de leurs structures d'abord, mettant l'accent sur l'autonomie de leurs équipes, mais surtout par une redéfinition de leur approche commerciale fondée sur un véritable partenariat avec leurs clients.

Ce partenariat s'imposera bien évidemment comme un moyen efficace de fidéliser une clientèle d'entreprises de plus en plus sollicitée, qui attendra des banques qu'elles lui apportent des prestations de services à haute valeur ajoutée supposant une connaissance très approfondie de leurs besoins propres.

Cette intensification des relations de service, qui pourra pallier en partie le manque à gagner des banques en matière de crédit, ira de pair avec la nécessité d'assurer un suivi fin et rigoureux des créances de plus en plus incertaines qui échapperont à la titrisation en restant dans le bilan des banques. A cet effet, compte tenu de la difficulté croissante d'adosser leurs engagements sur des

actifs tangibles susceptibles de limiter leurs pertes en cas d'impayé, les banques commerciales devront adopter un mode d'analyse comparable à celui des banques d'affaires et privilégier les critères dynamiques (cash flows prévisionnels) aux critères statiques d'ordre bilantiel. Il devrait en résulter une tendance de plus en plus grande à l'intervention en fonds propres dans les entreprises.

L'ensemble de ces phénomènes, recherche d'un mode de gestion plus souple pour résister à la concurrence des « non bank banks », services mieux ciblés et plus complexes, analyse dynamique des performances des entreprises, devrait favoriser, aux dépens des grandes entités, l'émergence de petites structures très spécialisées à compétences sectorielles bien définies, étroitement imbriquées dans un tissu industriel spécifique dont toute leur activité dépendra.

Cette spécialisation, gage de leur efficacité commerciale, sera aussi source d'une grande fragilité en cas de retournement de la conjoncture dans leur secteur d'activité : ainsi les banques américaines qui s'étaient concentrées sur le domaine pétrolier ont-elles connu de lourds déboires lors de l'effondrement des cours du brut au milieu des années 1980.

Afin d'éviter ce péril, il est probable que l'on assistera, parallèlement au mouvement de spécialisation bancaire, à la mise au point de schémas nouveaux de mutualisation du risque, soit par fédération d'entités spécialisées au sein d'un même groupe susceptible de leur apporter des services communs en matière de réseau national ou international, ou d'accès au marché de l'argent, soit par la multiplication des rapprochements entre les banques et les assurances. Ces dernières assurant la péréquation des sinistres en soutenant de leur forte capitalisation les institutions financières affectées par des variations conjoncturelles.

Le développement de la titrisation porte donc en germe des facteurs de transformation en profondeur du système financier de notre pays : si l'on ouvre les portes pour qu'il se produise, à une division par fonction (octroi de crédit d'une part, assurance d'autre part) tendra à se substituer une division par mode d'appréhension du risque (risque statistiquement analysé pris en charge en dernier recours par le marché *via* de simples points de vente comme les « non bank banks » ou les guichets bancaires ; risque ne relevant pas de la loi

7— Les nouvelles dispositions fiscales (Amendement Pierret sur la capitalisation des intérêts perçus par les OPCVM) qui permettent aux entreprises disposant de liquidités d'avoir un taux d'imposition marginal de 15 % (au lieu de 42 %) devraient accentuer cette tendance à l'éviction du bilan des actifs communs financés par crédit bail, car les sociétés utiliseront en priorité leur autofinancement pour se constituer un matelas stable de trésorerie.

TITRISATION : MODE D'EMPLOI

des grands nombres, point d'ancrage de conglomérats financiers associant l'approche fine de banques à la capacité de mutualisation des assurances). Ce nouveau partage des eaux, outre qu'il

devrait favoriser une meilleure division et efficacité du travail, pourrait permettre de nouer entre l'économie réelle et l'économie financière des relations plus étroites, plus rigoureuses, plus fécondes... □

ef