



ANALYSES ET SYNTHÈSES

-  Le marché de la titrisation en Europe :
caractéristiques et perspectives

SOMMAIRE

INTRODUCTION	5
1 PRÉSENTATIONS ET DÉFINITIONS	6
2 LA TITRISATION AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE : ÉLÉMENTS DE COMPARAISON	12
3 TYPOLOGIES DU MARCHÉ EUROPÉEN DE LA TITRISATION	14
4 TITRISATION ET OBLIGATIONS SÉCURISÉES	23
5 LES EXPOSITIONS DE TITRISATION DES GRANDS GROUPES BANCAIRES FRANÇAIS ET EUROPÉENS	26
6 QUALITÉ DES SOUS-JACENTS : CONTRASTES EUROPE – ÉTATS-UNIS	32
CONCLUSION : LA TITRISATION ET LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	39
GLOSSAIRE	42
RÉFÉRENCES	43
ANNEXE 1 LES DIFFÉRENTES INITIATIVES DESTINÉES À RELANCER LA TITRISATION	44
ANNEXE 2 UNE ESTIMATION DES VOLUMES DE TITRISATION EUROPÉENS 2013-2019	47
INDEX DES GRAPHIQUES	48

Synthèse générale :

- Contrairement au marché américain, le marché de la titrisation européenne ne s'est pas totalement effondré avec la crise financière de 2008, même s'il a connu depuis une certaine atonie. La plus grande attention désormais apportée à la qualité des actifs sous-jacents a permis un assainissement du marché : après avoir culminé à plus de 700 milliards d'euros en 2008, les émissions de titrisation en Europe atteignaient en 2013 un niveau plancher d'environ 150 milliards d'euros. Aux États-Unis, les émissions passaient d'environ 2000 milliards d'euros par an durant les années précédant la crise (2001-2007) à la moitié ensuite, pour s'établir fin 2013 à environ 1500 milliards d'euros, à cette importante nuance près que les agences gouvernementales américaines, qui représentaient la moitié des émissions avant 2007, s'octroient désormais 80 à 90% du total des émissions, signe d'une méfiance persistante des marchés. Le marché américain de la titrisation hors agences (Environ 200 milliards d'euros d'émissions en 2013, en léger déclin par rapport à 2012) est donc du même ordre de grandeur qu'en Europe.
- Initiée lors de la crise des *subprimes*, la défiance vis-à-vis de la technique de la titrisation s'est ajoutée en 2011 en Europe à la crise de la dette qu'ont connue les États du sud du continent (Espagne, Italie, Portugal pour les principaux). La titrisation a cependant représenté un apport important au refinancement des banques européennes en leur permettant un apport de collatéral auprès de la Banque Centrale Européenne durant la période de blocage généralisé du financement interbancaire : entre la moitié et les deux tiers des émissions européennes en 2013 étaient encore retenues au bilan des banques pour servir de réserve de collatéral.
- Le qualificatif de « toxique » attribué parfois à la titrisation durant la crise tient plus à la façon d'utiliser cet outil de refinancement qu'à l'outil en tant que tel. Les failles de la titrisation pendant la crise sont principalement apparues sur des structures complexes (telles les « re-titrisations ») ou des stratégies d'arbitrage du type « originate to distribute » permettant de titriser des actifs de mauvaise qualité. Or ces pratiques semblent n'avoir concerné les titrisations européennes que de manière marginale. En effet, le niveau de pertes réel des sous-jacents de produits titrisés en Europe s'est finalement avéré modéré depuis 2008 : les niveaux d'impayés sur les actifs titrisés dans l'immobilier en 2007 n'ont pas dépassé les 5% dans un pays durement touché comme l'Espagne, tandis qu'ils atteignaient près de 25% aux États-Unis en 2008. L'encours de produits titrisés européens se concentre majoritairement en 2013 sur des sous-jacents de bonne qualité ou faisant l'objet de garanties étatiques : les prêts immobiliers aux ménages belges, néerlandais, allemands et britanniques (38%), auxquels il convient d'ajouter les divers prêts à la consommation ou liés à l'acquisition d'une automobile (14% environ). La proportion d'encours de prêts aux PME est demeurée stable durant la période 2008-2013 (7-9%), les montants absolus suivant la même courbe décroissante que l'ensemble.
- La reprise durable de l'activité de titrisation en Europe dépend néanmoins du retour de la confiance des investisseurs, qui devra s'appuyer sur une plus grande standardisation et une nécessaire transparence des produits, de pair avec le maintien d'une sélectivité accrue des sous-jacents de la part des émetteurs.

- Il convient de noter que les analyses présentées ici portent pour l'essentiel sur les encours d'actifs « titrisés » et non pas sur l'activité des véhicules de titrisation (qui investissent aussi dans d'autres actifs). Le montant des actifs des véhicules de titrisation de la zone Euro s'établissait à fin décembre 2013 à un peu moins de 2000 milliards d'euros, parmi lesquels les prêts ayant fait l'objet de titrisation et détenus par les véhicules en question s'élevaient à 1300 milliards d'euros environ à la même date, parmi lesquels 1000 provenaient d'Institutions monétaires et financières –IFM- de la Zone Euro (dont 440 conservés au bilan). L'article complète donc les indicateurs publiés par ailleurs dans le Bulletin trimestriel de la Banque de France sur l'activité des véhicules de titrisation¹.
- Une annexe présente les initiatives récentes en matière de relance de la titrisation en Europe et notamment en France.

Étude réalisée par : Emmanuel KERN

Mots-clés : titrisation, obligations garanties, garanties
Codes JEL : G12, G15, G21

¹ Voir O. Birouk et F. Darves, Bulletin trimestriel de la Banque de France, décembre 2013.

Introduction

Jusqu'à la crise de 2007-2008, le sentiment prévalait majoritairement que la titrisation jouait un facteur positif dans l'économie financière en favorisant la dilution du risque de crédit hors du système bancaire, en améliorant la fluidité des marchés (par la transformation d'actifs peu mobiles en titres liquides) et en favorisant l'extension du crédit à l'économie réelle (les ménages et les entreprises non financières).

La crise financière a fait largement évoluer ce sentiment, certains des produits bancaires issus de la titrisation portant une part de responsabilité dans le déclenchement et l'extension de la crise financière. Toutefois loin d'être monolithique, la titrisation désigne en fait toute une variété de produits et d'activités qui ne présentent pas les mêmes profils de risque et qu'il convient donc de bien distinguer. Même si le secteur n'est toujours pas remis, fin 2013, de l'effondrement qu'il a connu depuis 2008, une timide reprise semble se dessiner en Europe, selon les pays et les « compartiments » d'activité concernés.

Après un survol des principaux concepts de la titrisation (section 1) et une comparaison avec le marché nord-américain (section 2), les caractéristiques du marché européen sont décrites ainsi que les différents compartiments qui la composent, compte tenu du rôle prépondérant joué depuis la crise par la Banque Centrale Européenne (BCE), ou la Banque d'Angleterre (BoE) en Grande-Bretagne (section 3). À la différence des États-Unis, la titrisation européenne est également un marché qui évolue en parallèle et en concurrence avec celui des obligations sécurisées (covered bonds, section 4) ; la section 5 traite plus en détail des activités de titrisation des établissements bancaires, qui sont les principaux utilisateurs de ce mode de refinancement, avant d'aborder, toujours en parallèle avec les États-Unis, le comportement et les performances des actifs sous-jacents de la titrisation, qui définissent en dernier ressort la qualité des actifs titrisés (section 6).

1 Présentations et définitions

On appelle titrisation la technique financière consistant pour l'initiateur à transformer un prêt qu'il a accordé ou une créance détenue sur un tiers² en titre de marché placé auprès d'investisseurs pour se procurer de la trésorerie et/ou gérer la composition de son actif (en transférant du risque et/ou en allégeant son bilan). Le prêt est cédé à une entité autonome (un véhicule *ad hoc*³) existante ou spécifiquement créée à cet effet⁴ ; celle-ci achète le titre en question, le plus souvent à un prix inférieur au nominal⁵, et le conserve à son actif. Afin de financer cette acquisition, l'entité émet des titres auprès d'investisseurs, titres dont le rendement, mais aussi le risque de perte en capital, vont dépendre de l'actif 'sous-jacent' qu'il représente (prêt à la consommation, prêt immobilier, etc.). C'est en ce sens que l'on peut parler de transformation, puisque l'entité qui cède les prêts ou les créances ne les conserve plus à son bilan (l'actif est alors « décomptabilisé »⁶), tandis qu'il peut se procurer des liquidités en échange, à un *taux qui ne dépend pas de sa propre qualité de crédit*. Dans sa définition prudentielle, une titrisation implique l'émission de « tranches », de taille et de qualité décroissantes⁷. Les tranches les plus basses (« junior ») procurent un rehaussement de crédit aux tranches supérieures (« senior »), c'est-à-dire qu'elles subissent en priorité les pertes survenant dans le portefeuille d'actifs sous-jacents. Les tranches « senior » ne sont impactées qu'une fois liquidées toutes les tranches de niveau inférieur.

² Le prêt peut avoir été accordé par une banque ou une entreprise non financière (les entreprises ont le droit de pratiquer des opérations de titrisation depuis la loi du 2 juillet 1998).

³ Selon la définition qu'en donne l'Autorité des normes comptables « *une entité ad hoc est une structure juridique distincte, créée spécifiquement pour gérer une opération ou un groupe d'opérations similaires pour le compte d'une entreprise. L'entité ad hoc est structurée ou organisée de manière telle que son activité n'est en fait exercée que pour le compte de cette entreprise, par mise à disposition d'actifs ou fournitures de biens, de services ou de capitaux.* »

⁴ En France, de telles entités sont appelées depuis 2008 des fonds communs de titrisation (FCT) ; leurs équivalents à l'étranger sont couramment appelés SPV pour *Special purpose vehicles*, ou encore SIV pour *Structured (ou Special) investment vehicles* dans le cas d'une activité orientée vers l'émission de titres à moins d'un an. On parle également de *conduits*.

⁵ La différence constitue une forme de garantie destinée à couvrir d'éventuelles pertes sur les actifs cédés ; on parle dans ce cas de rehaussement de crédit (il en existe plusieurs formes). Si les pertes réelles constatées en fin de vie de l'actif sont inférieures au montant du rehaussement, le cédant récupère alors le solde du montant en question.

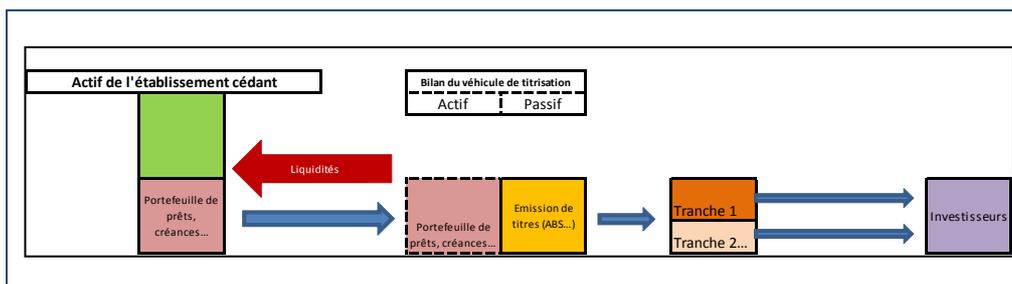
⁶ Lorsque l'établissement originaire du prêt (appelé cédant) opère un transfert de risque « significatif » ; dans ce cas, le prêt qui a été « titrisé » est « décomptabilisé » et n'est pas pris en compte dans le calcul des exigences en fonds propres au titre de la réglementation prudentielle (article 218 de l'arrêté du 20 février 2007). Il est à noter que les titres qui font l'objet d'une rétention par l'émetteur (lorsque celui-ci achète ses propres prêts sous forme de titres, par exemple pour les utiliser à des fins de collatéral auprès de la BCE) peuvent ne pas répondre à la définition réglementaire qui précise que les prêts doivent faire l'objet d'un transfert de propriété vers le véhicule ad hoc émetteur des titres (article 210 de l'arrêté).

⁷ Dans l'immense majorité des cas, les actifs sont regroupés par types aux caractéristiques similaires (par exemple des prêts immobiliers résidentiels contractés par des ménages en Italie) et ce sont ces agrégats (*pools*) qui servent de sous-jacent aux titres émis par les véhicules ; il est cependant possible de regrouper les sous-jacents de multiples manières, afin notamment de recréer de manière artificielle des catégories plus ou moins performantes, et donc risquées que l'on va vendre aux investisseurs qui recherchent ces caractéristiques : c'est ce que l'on appelle en anglais le « *tranching* » (la tranche dite « senior » étant la moins risquée, par opposition à la tranche « junior »). Cette technique permet en outre de générer des actifs pouvant être notés à partir d'ensembles (*pools*) d'actifs non notés à l'origine. La création de « tranches », bien que largement majoritaire, n'est pas en soi une condition à la qualification d'une opération de titrisation. Du point de vue prudentiel, la réglementation définit en effet une titrisation comme « une opération ou un montage par lesquels le risque de crédit associé à une exposition ou à un ensemble d'expositions est subdivisé en tranches (...) » [article 4.1, alinéa m) de l'arrêté du 20 février 2007]. Mais d'un point de vue économique, il est possible de transformer un prêt ou un ensemble de prêts en titres en cédant la totalité de l'exposition à un tiers, sans passer au préalable par un découpage en « tranches » de risque ; de même, les établissements qui titrisent des prêts et retiennent en totalité le produit de l'opération pour l'utiliser comme garantie auprès de la BCE ne sont pas tenus de pratiquer un « *tranchage* ». On notera toutefois que l'*Association for Financial Markets in Europe* (organisme regroupant les professionnels de la finance structurée) définit la titrisation comme une « *opération par laquelle (...) des titres sont regroupés puis découpés en tranches selon leur niveau de risque* » [*Securitisation is a process in which pools of loans or debt obligations are repackaged as securities, assessed and 'tranchéd' according to their risk profile before being sold on to investors as a financial product.*].

Les investisseurs sont rémunérés par le FCT *via* les paiements (intérêts et principal) effectués par les emprunteurs sur les actifs sous-jacents et subissent d'éventuelles pertes en cas de défaillance.

Il est important de noter que la titrisation d'un portefeuille d'actifs ne donnera lieu à un allègement des exigences prudentielles en fonds propres qu'à la condition qu'elle permette de transférer un risque de crédit *significatif* à un tiers. Toutes les titrisations n'entraînent ainsi pas systématiquement une diminution des exigences en fonds propres réglementaires. C'est le cas, en particulier, des titrisations auto-détenues (ou retenues), qui se sont développées suite à la crise à des fins de refinancement auprès de la BCE (voir encadré n°1 ci-dessous).

On peut très schématiquement représenter une opération de titrisation de la manière suivante :



À horizon supérieur à un an⁸, les principales catégories de titres émis lors d'opérations de titrisation sont les suivantes : les MBS (*Mortgage-backed securities*), ou titres adossés à des créances immobilières qui se divisent en RMBS et CMBS⁹, les CDO (*collateralized debt obligations*) qui représentent des créances bancaires de diverses natures¹⁰ et les ABS (*Asset-backed securities*), qui regroupent les autres types de prêts (prêts à la consommation, prêts rechargeables, crédits de cartes bancaires, prêts étudiants, prêts pour l'achat d'un véhicule, etc.). On retrouve souvent le terme d'ABS pour désigner par extension, soit l'ensemble des titres issus de cette activité, soit par contraction un sous-compartiment (par exemple les *ABS – prêts étudiants* au Royaume-Uni, ou les *ABS auto*, qui désignent les prêts consentis pour l'achat d'un véhicule qui ont fait l'objet d'une titrisation).

Les avantages pour une banque de procéder à des opérations de titrisation sont multiples :

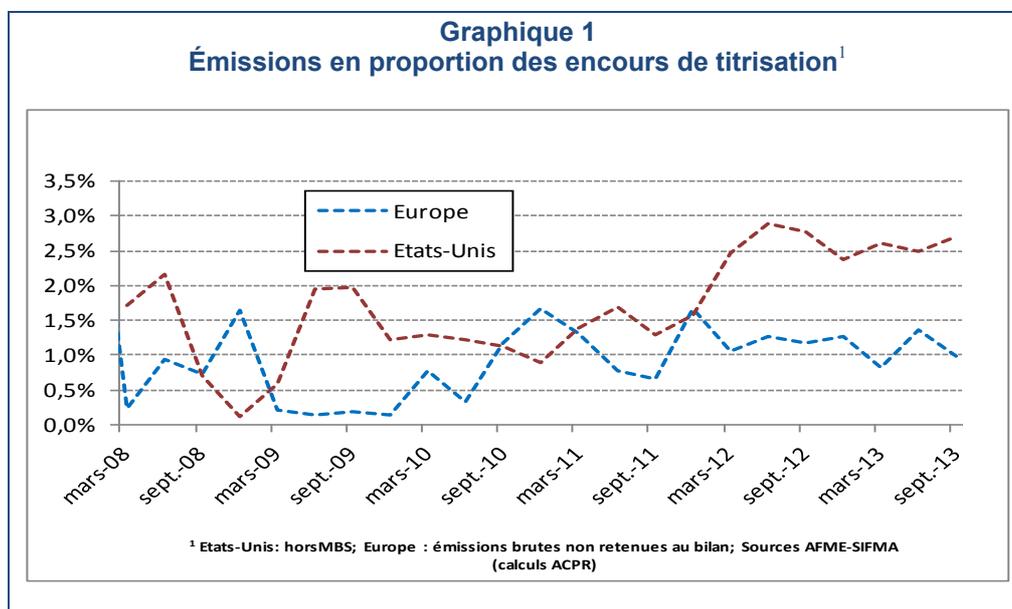
- elles autorisent un pilotage plus fin de la structure quantitative et qualitative (gestion du niveau de risque) du bilan et entraînent accessoirement une diminution des exigences réglementaires en fonds propres ;

⁸ À moins d'un an, les véhicules de titrisation spécialisés émettent des titres appelés ABCP (pour *asset-backed commercial paper*) qui servent en général à refinancer des prêts à plus long terme ; la transformation d'échéance ainsi opérée explique le caractère risqué de ces titres lorsqu'ils ne sont pas rehaussés par des lignes de liquidité irrévocables (en 2013, la très grande majorité des ABCP bénéficiaient d'un soutien financier total de leurs *sponsors*). Les montants émis, bien que significatifs, se traduisent du fait de leur courte maturité, et donc de leur fort taux de rotation, par des encours d'engagements négligeables (1 à 3% du total des stocks d'ABS en Europe et aux États-Unis).

⁹ Les *Residential MBS* (RMBS) concernent les prêts immobiliers aux particuliers, et les *Commercial MBS* (CMBS) les prêts immobiliers adossés à des opérations d'immobilier commercial.

¹⁰ Essentiellement des obligations (CBO pour *collateralized bonds obligations*) ou des prêts aux sociétés non financières (CLO pour *collateralized loan obligations*) ; les CLO peuvent servir à l'intermédiation des besoins de refinancement pour certaines entreprises (notamment PME) qui y ont recours de manière groupée : en mettant en commun des créances qu'elles peuvent ainsi mobiliser auprès d'un établissement bancaire servant d'intermédiaire auprès du véhicule de titrisation, elles peuvent accéder au marché de la titrisation, d'un coût trop élevé au niveau individuel.

- elles permettent le refinancement par cession d'actifs au lieu d'une rétention jusqu'à échéance.¹¹
- elles desserrent la contrainte de liquidité qui pèse sur les banques et permettent d'affecter de nouvelles ressources à l'octroi de crédit (si telle est la stratégie des banques) ;
- au niveau prudentiel, elles permettent, lorsque les conditions comptables et réglementaires sont réunies, de dégager des ressources pour le ratio de solvabilité, voire d'alléger le bilan pour satisfaire aux exigences du futur ratio de levier mis en place par la future réglementation européenne issue des accords dits de « Bâle 3 » ;
- elles dégagent du *collatéral* pour le refinancement des banques européennes auprès de la BCE. Afin de bénéficier des mesures de refinancement de la Banque Centrale Européenne, les établissements de la Zone Euro doivent déposer en garantie des actifs (« collatéral » en anglais) sous la forme de titres négociables sur les marchés ; la difficulté des établissements à se procurer des liquidités sur le marché interbancaire depuis 2008 les a rendus plus dépendants de la BCE de ce point de vue ; les nouvelles exigences prudentielles ont également accru (ou vont accroître) le besoin de liquidités et/ou de collatéral pour les banques. Dans cette perspective, le phénomène de rétention au bilan des actifs issus d'opérations de titrisation (de même que les obligations sécurisées : voir *infra* section 4) s'est considérablement développé ces dernières années. Il a fortement stimulé l'activité de titrisation, et de façon plus significative que l'objectif de faire sortir des actifs du bilan des banques. Ainsi les titres adossés à des actifs¹² déposés en garantie auprès de la BCE ont plus que doublé entre 2007 et 2008¹³, tandis que les émissions placées chaque trimestre (c'est-à-dire non retenues) peinent à dépasser 1% des encours depuis cette période (Graphique 1).



¹¹ On parle dans la presse spécialisée du passage d'une culture bancaire du « originate to hold » (générer des prêts qui seront conservés au bilan jusqu'à leur échéance) vers une culture « originate to distribute » (les prêts sont désormais source de liquidité immédiate pour l'établissement originateur, au détriment d'un suivi maîtrisé du portefeuille et de ses risques).

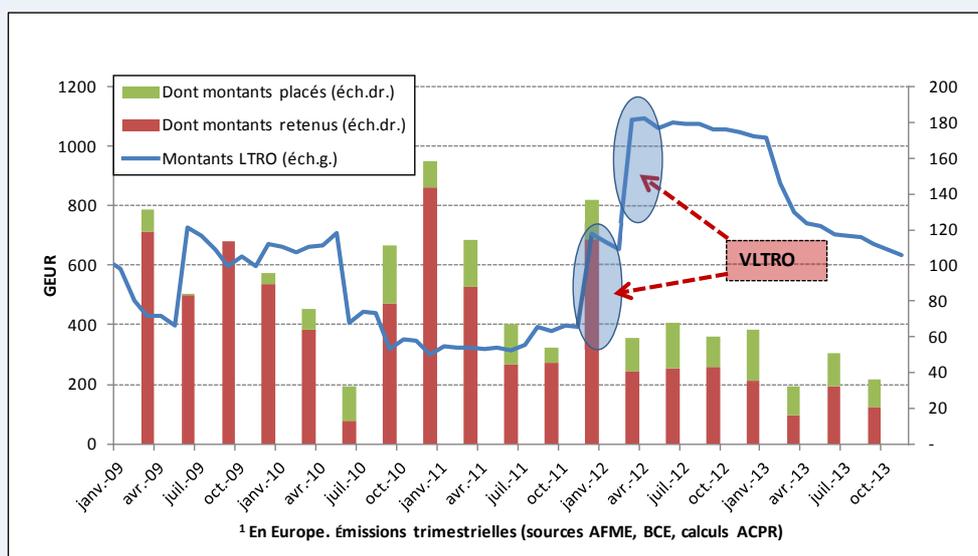
¹² *Asset-backed securities*, ou ABS. Dans le domaine des assurances, la titrisation des risques se fait essentiellement via des titres appelés ILS (*Insurance-Linked Securities*, titres adossés à des risques assurantiels). Même s'il est en forte augmentation depuis 2008, le montant total des titres ainsi émis ne représente qu'une faible proportion des ABS (34 GEUR environ fin 2013, soit moins de 1% du stock d'*Asset-Backed Securities* mondial).

¹³ Voir encadré n°1 « BCE et collatéraux ».

Encadré 1 Banque Centrale Européenne et collatéraux

Lorsque la crise financière a frappé de plein fouet les banques européennes, les émissions de titrisations se sont poursuivies, à ceci près que la plupart des originateurs retiennent désormais à leur bilan les titres émis par les véhicules de titrisation spécialisés (SPV) comme réserve potentielle de collatéral vis-à-vis des banques centrales nationales ou de la BCE. Depuis 2008, les mesures de soutien au secteur bancaire européen, qu'elles aient émané des gouvernements ou de la BCE, ont fourni une alternative au refinancement des établissements par la titrisation. Les montants des LTRO (Long Term Refinancing Operations, refinancements d'une maturité de trois mois), qui ne représentaient pas plus de 50 milliards d'euros (GEUR) au début des années 2000 pour atteindre progressivement 150 GEUR en 2007, ont pratiquement doublé dans les derniers mois de cette même année, puis de nouveau à l'automne 2008, lors du pic de la crise financière en Europe : c'est à ce moment que les titres remis en garantie auprès de la BCE, ont connu une forte augmentation, en particulier les ABS (Graphique 3).

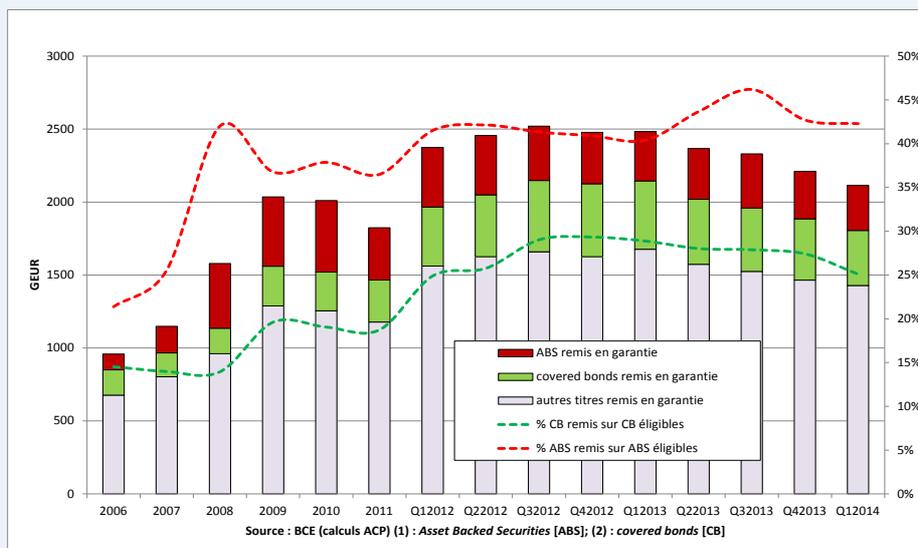
Graphique 2 Émissions de titrisation¹ et encours LTRO de la BCE



Fin 2011 et début 2012, lorsque la crise des dettes souveraines en Europe du Sud est venue s'ajouter aux difficultés que rencontraient alors encore les banques pour se refinancer, la BCE a initié deux programmes « non conventionnels » de refinancement à très long terme, les VLTRO (d'une maturité de trois ans), pour des montants cumulés d'environ 700 GEUR (Graphique 2 ci-dessus). Les ABS déposés en garantie auprès de la BCE, mais aussi les obligations sécurisées (chap. 4 *infra*) ont alors connu une nouvelle augmentation en volume (hausse d'un tiers, pour des volumes passés de 600 à 800 GEUR environ¹⁴). Après avoir culminé à 25% en 2010, la part des ABS est retombée fin mars 2014 à 15% des volumes de titres donnés en garantie, la part des obligations sécurisées passant de 13% à 18% environ. Si l'encours d'ABS en garantie auprès de la BCE est stable entre 2011 et 2013, et même plutôt en légère baisse par rapport à la période antérieure, une évolution plus préoccupante est peut-être l'augmentation régulière de la part des ABS et covered bonds déposés en garantie par rapport à l'ensemble du stock disponible d'actifs éligibles (voir Graphique 3 et Graphique 4) : cette utilisation croissante pourrait fragiliser les bilans bancaires en diminuant les volumes de garanties disponibles sur un marché où le collatéral de qualité est toujours intensément recherché par les prêteurs.

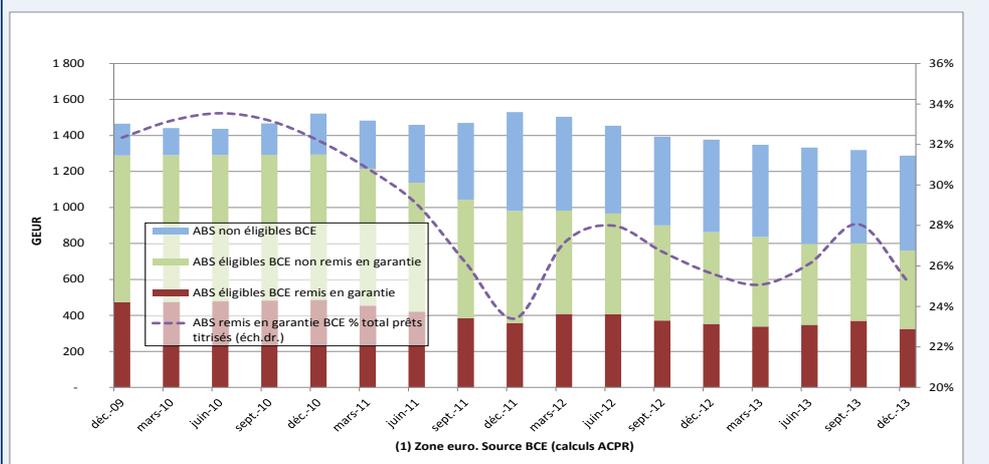
¹⁴ Source BCE.

Graphique 3
Actifs titrisés¹ et obligations sécurisées² remis en garantie auprès de l'Eurosystème



C'est pourquoi, depuis 2011, la BCE a décidé d'assouplir ses critères d'admission des ABS (et marginalement les obligations sécurisées, celles-ci bénéficiant déjà d'un traitement plus favorable) au statut de garanties éligibles. Cet « élargissement de la base » (plus d'actifs acceptés en garantie et la diminution de certaines des décotes appliquées), qui correspond à un risque moyen plus important sur les ABS déposés en garantie auprès des banques centrales, n'est pas alarmant tant que le stock d'ABS éligibles encore inutilisés demeure important : mais depuis la crise de la dette souveraine les volumes disponibles ont diminué d'environ un tiers (soit 200 GEUR). L'assouplissement des critères d'admission des ABS, notamment dans sa dimension relative à la notation, n'a pas été suivi d'effet dans le cas des ABS originaires des pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie...) dont la notation était plafonnée par celle de leur État, rendant de fait ces actifs inéligibles au refinancement de la BCE : cela explique probablement en grande partie l'augmentation de la part des ABS non éligibles parmi les encours de prêts titrisés détenus par les véhicules européens (Graphique 4¹⁵).

Graphique 4
Encours de prêts titrisés détenus par des véhicules de titrisation¹



¹⁵ Le total de bilan des véhicules de titrisation de la zone Euro s'établissait fin septembre 2013 à un peu moins de 2000 milliards d'euros : le Graphique 4 reprend sur ce total la part dévolue aux prêts ayant fait l'objet de titrisations et détenus par les véhicules en question (1320 milliards d'euros environ à la même date, parmi lesquels 1000 provenaient d'Institutions monétaires et financières -IFM- de la Zone Euro). Sur l'analyse de l'activité des véhicules de titrisation, voir Birouk et Darves (2013).

Les diverses mesures d'assouplissement prises par la BCE en 2011¹⁶, 2012¹⁷ et 2013¹⁸ se sont néanmoins accompagnées en septembre 2013 d'exigences qualitatives renforcées (la « *Loan Level Initiative* ») : confrontée à une augmentation massive des collatéraux déposés, la BCE exige désormais une information prêt par prêt sur les sous-jacents pour toutes les catégories d'ABS¹⁹. Si le message délivré par la BCE soutient la formation d'un marché des ABS « efficace et transparent », il met aussi et surtout en avant le fait que des actifs liquides de bonne qualité pourront servir de garantie à son propre refinancement. La transparence est certes désirable, mais elle ne résout pas la question de la qualité des actifs sous-jacents et le risque supplémentaire qui est ainsi transféré à la BCE. On peut d'ailleurs s'interroger sur le degré de liquidité de titres dont l'unique raison d'être est la rétention au bilan pour servir de garantie à la BCE.

On comprend dès lors que des paramètres tels que le type de sous-jacent et le risque attaché, son pays d'origine, sa maturité, les modalités du rehaussement, vont avoir un impact direct sur le rendement anticipé, et donc l'attractivité du produit auprès des investisseurs qui recherchent des placements aux caractéristiques suffisamment liquides pour être cessibles à tout moment sur un marché secondaire²⁰.

Cette caractéristique qu'a la titrisation d'opérer un transfert de risque est symptomatique de la modification du rôle des établissements bancaires dans l'économie, passant de celui d'initiateurs de prêts qui seront conservés jusqu'à maturité, de forts liens étant conservés avec les emprunteurs, à celui d'originateurs et de distributeurs de produits, les titres adossés à des actifs. Ce passage plus ou moins rapide d'un modèle à l'autre a été beaucoup plus marqué aux États-Unis qu'en Europe, où une différenciation s'est opérée entre pays, voire entre les établissements. Il a également modifié l'attitude générale des établissements vis-à-vis du risque, puisque la titrisation a précisément rendu possible aux banques, dans certaines limites, de s'en affranchir, voire de l'encourager, alors que sa gestion constituait jusqu'alors leur cœur de métier²¹.

¹⁶ 8 décembre 2011 : éligibilité de certains actifs (RMBS et ABS de PME de bonne qualité) accompagnée d'une décote de 16% et sous réserve de clauses contractuelles empêchant l'émetteur d'assumer lui-même le rôle de contrepartie en cas de défaut.

¹⁷ 28 juin 2012 : Extension de l'éligibilité aux moins bonnes notations (avec décote de 26% ou 32% selon notation).

¹⁸ 18 juillet 2013 (décision du 26/09) : minoration générale des décotes sur toutes les catégories éligibles de titres adossés à des actifs.

¹⁹ Voir le Bulletin mensuel de la BCE, septembre 2013 pour plus de détails.

²⁰ L'effondrement de certains compartiments du marché de la titrisation en 2008 et lors des années suivantes trouve d'abord son explication dans le manque de transparence de produits dont les actifs sous-jacents n'étaient pas nécessairement risqués, mais dont le caractère excessivement complexe de la structure les a rendus totalement invendables sur le marché au moment où investisseurs et établissements cherchaient refuge dans la liquidité.

²¹ Le transfert du risque est parfois assimilé à sa disparition pure et simple, ce qui évidemment est faux. La titrisation ne fait que reporter sur d'autres la gestion du risque de crédit des prêts sous-jacents que les banques sortent de leur bilan.

2 La titrisation aux États-Unis et en Europe : Éléments de comparaison

Née aux États-Unis dans les années d'après-guerre, la titrisation a pris son essor en Europe quelques décennies plus tard, vers la fin des années 1990. Même s'il n'est probablement pas seul en cause, le processus de désintermédiation financière, accompagné du passage vers le modèle « *originate to distribute* » qu'ont connu les États-Unis, et en partie l'Europe, à partir des années 1980, ont joué un rôle moteur dans l'essor de cette industrie. Selon certains auteurs²², la baisse de rentabilité des opérations bancaires traditionnelles aurait favorisé l'apparition et le développement de la titrisation. D'autre part, la création de titres répondait à une demande de collatéral en très fort accroissement pour le refinancement Banque centrale, à un moment où les titres d'État ne suffisaient plus à combler les besoins en la matière²³ : les prêts titrisés sont devenus de facto un collatéral recherché autant qu'un investissement pour les acteurs institutionnels. Seuls les marchés d'Amérique du Nord et d'Europe (secondairement, certains marchés d'Asie comme le Japon pour l'immobilier) présentent un degré de profondeur sur les marchés primaire et secondaire permettant à une activité telle que la titrisation de se développer : ces deux ensembles géographiques représentent à eux seuls la quasi-totalité des émissions d'ABS, les États-Unis s'octroyant la part principale²⁴.

Pour donner un ordre de grandeur, après avoir représenté, en montant, plus de la totalité des émissions obligataires des sociétés non financières en 2005, les émissions réelles²⁵ d'ABS aux États-Unis sont retombées à un niveau proche de 50% de ces montants en 2008. Au premier semestre 2013 cependant, elles retrouvaient pour la première fois la proportion de 2005²⁶ avec près de 900 milliards d'euros d'émissions, dont cependant seulement 150 (environ 20%) hors « agences ».

En dehors des encours correspondant aux émissions des « agences » gouvernementales, la perspective est toutefois différente, et l'on constate cette fois que les émissions américaines sont à peine équivalentes au total des émissions européennes sur le premier semestre 2013, et nettement inférieures à partir de 2008 ; c'est à cette aune que l'on peut encore considérer que le marché américain de la titrisation est déprimé et qu'il n'est soutenu que par l'activité des Agences gouvernementales (Graphique 5).

²² G.Gorton et A.Metrick dans leur étude sur la titrisation (National Bureau of Economic Research, décembre 2012).

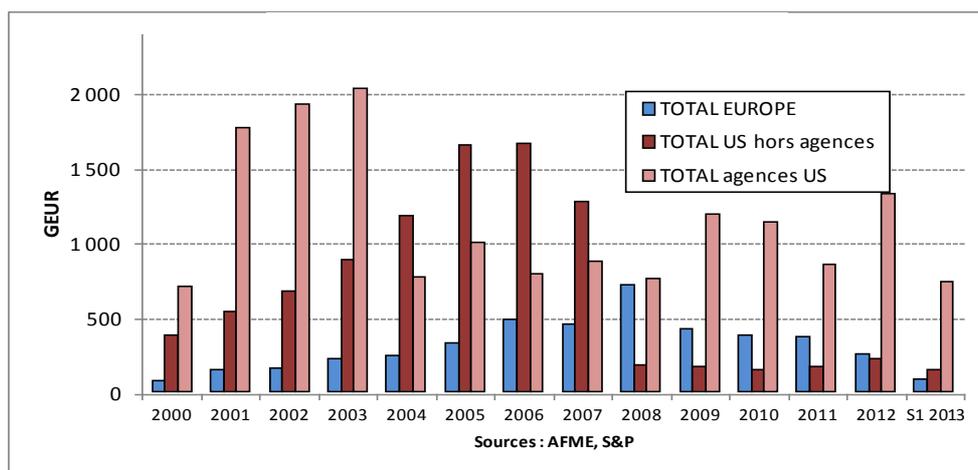
²³ Demande de collatéral pour les dérivés, produits eux-mêmes en très forte croissance, demande de collatéral dans les opérations de compensation et de contrepartie, elles-mêmes auto-alimentées par l'explosion de ces nouveaux titres provenant de prêts autrefois non marchés, enfin demande liée à l'accroissement des opérations de pension.

²⁴ À cette importante précision près : aux États-Unis, 85% des émissions d'ABS au premier semestre 2013 étaient le fait des « agences » gouvernementales de soutien à l'activité immobilière (la *Federal National Mortgage Association*, la *Government National Mortgage Association* et la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Ces agences, créées entre les années 1930 et 1970 pour soutenir le marché immobilier américain (en tant que garantes ou émettrices de titres adossés sur des hypothèques qu'elles rachètent aux banques), ont joué un rôle prépondérant dans le lancement et l'essor de la titrisation aux États-Unis, la désintermédiation financière faisant ensuite sentir ses effets à partir des années 1980 sur les autres types de prêts. Le gouvernement américain envisage de liquider ces institutions pour les remplacer par un système privé de garantie hypothécaire sous surveillance étatique.

²⁵ C'est-à-dire correspondant aux seules émissions ayant trouvé preneur sur un marché (public ou privé), par opposition aux émissions retenues par l'émetteur.

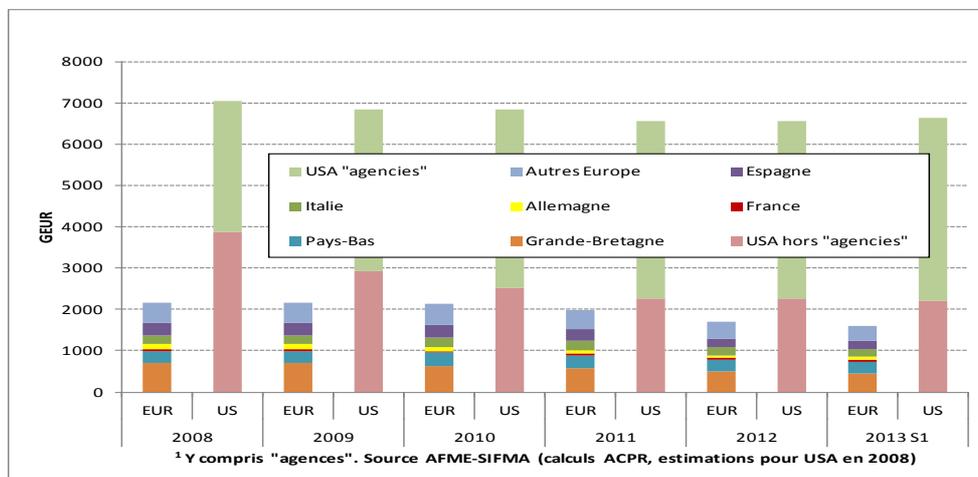
²⁶ Selon les données de l'AFME (*Association for Financial Markets in Europe*), in « Europe securitisation quarterly », édition du deuxième trimestre 2013.

Graphique 5
Émissions de titres adossés à des actifs



Le poids déterminant des « agences » gouvernementales américaines se fait également sentir dans les encours de produits ABS : même si les États-Unis demeurent, de loin, le premier marché en volume pour les actifs titrisés, les montants hors « agences » sont presque comparables²⁷ à ceux des pays européens réunis, et l'on voit bien l'importance croissante prise par les agences depuis 2008 dans le total américain qui correspond à peu près à ce qu'il était au moment de la crise des *subprimes* (Graphique 6).

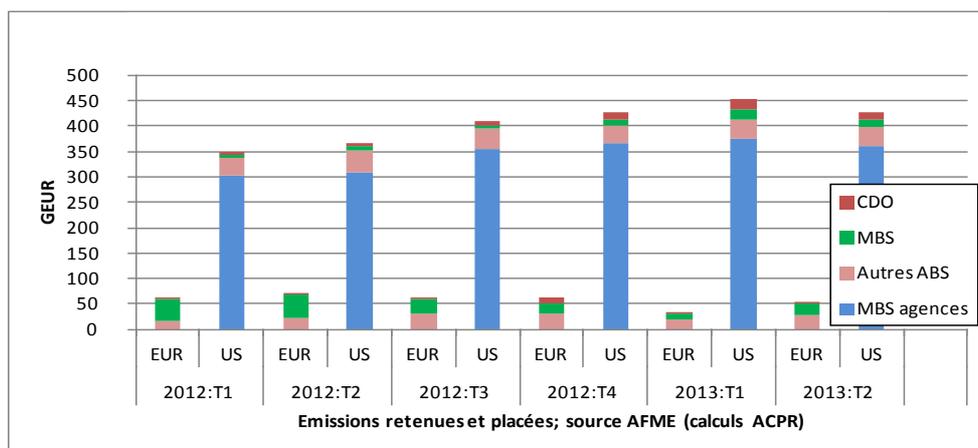
Graphique 6
Encours de produits titrisés Europe / États-Unis¹



Il en va de même au niveau des émissions trimestrielles (Graphique 7), où l'on constate que les volumes européens sont du même ordre de grandeur, voire supérieurs, aux volumes américains si l'on fait abstraction des agences gouvernementales (qui émettent exclusivement des MBS, dont la quasi-totalité adossée à des emprunts immobiliers résidentiels).

²⁷ Du fait du rachat ou de l'émission de nouveaux actifs titrisés adossés à des actifs immobiliers résidentiels (RMBS) presque exclusivement par ces seules agences.

Graphique 7
Émissions trimestrielles d'ABS en Europe et aux États-Unis selon le sous-jacent



3 Typologies du marché européen de la titrisation

L'effondrement des émissions d'ABS après la crise des *subprimes*²⁸ aux États-Unis en 2007, s'est répercuté sur les marchés européens, et si ses effets ont été globalement les mêmes des deux côtés de l'Atlantique, les caractéristiques des ABS européens ne recourent cependant pas celles des titres américains (Graphique 9).

Encadré 2

Les principaux compartiments de la titrisation européenne : les RMBS et les ABS sur prêts automobiles.

Entre 2007 et 2013, le marché primaire de la titrisation en Europe est surtout caractérisé par une forte diminution des émissions placées –par opposition aux titres gardés comme garantie au bilan de la banque–, et un effondrement des pays du sud (Italie, Espagne, Portugal) dans les émissions ; par contre, le marché primaire repose toujours sur les mêmes actifs sous-jacents : les prêts immobiliers britanniques et hollandais, et les prêts automobiles allemands, britanniques et français.

1. Les RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities).

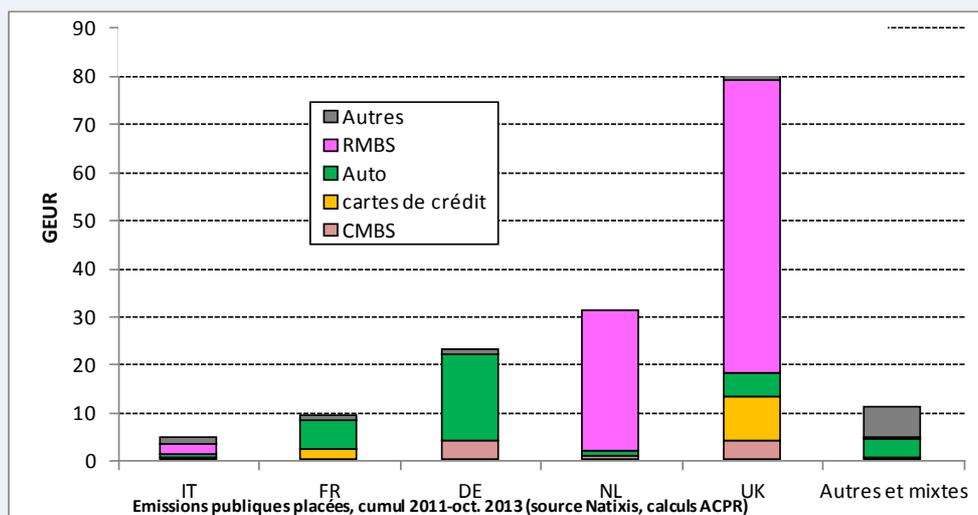
La prédominance des RMBS dans les encours de titrisations européennes (Graphique 8) se retrouve dans les émissions des années post-crise de 2008. Si l'on ne prend en compte que les seules émissions publiques placées, c'est-à-dire à l'exclusion de celles qui sont retenues au bilan des établissements émetteurs, ce sont environ 160 GEUR de titres qui ont été achetés sur les marchés primaires européens entre 2011 et l'automne 2013²⁹.

²⁸ Une bonne partie des emprunts immobiliers résidentiels américains qualifiés de *subprimes* (c'est-à-dire pour lesquels la capacité de remboursement de l'emprunteur est considérée comme mauvaise ou douteuse) constituaient alors, et constituent encore, les actifs sous-jacents de nombreux ABS, parfois sans que cela apparaisse clairement aux investisseurs initiaux ; ce sont les premières vagues de défaut sur ces crédits et l'opacité de certaines catégories d'ABS qui sont à l'origine des pertes massives enregistrées par les détenteurs (banques en particulier) de ces titres, et de la méfiance consécutive des investisseurs vis-à-vis de la titrisation en général.

²⁹ Recensement hebdomadaire effectué par Natixis dans sa « newsletter ABS et CDO Europe » (calculs ACPR).

Les émissions en provenance du Royaume-Uni et des Pays-Bas se détachent nettement (près de 70% du total), et l'on voit que ces deux pays émettent surtout des RMBS, qui représentent un mode important de refinancement des prêts immobiliers résidentiels (fin 2011, la proportion des prêts aux ménages et aux entreprises financées par de la titrisation représentait plus de 20% au Royaume-Uni, cette proportion revenant ensuite fin 2013 plus proche des 15%, cette diminution étant probablement imputable au *funding lending scheme* lancé par le gouvernement britannique en 2012 [voir ci-dessous p.19]). Contrairement à ceux des Pays-Bas, les RMBS britanniques sont surtout financés en dollars et sont regroupés au sein de *master trusts*, des structures de titrisations dans lesquelles des prêts sont « rechargés » en continu au fur et à mesure de leur amortissement, rendant ainsi plus délicate une appréciation de la qualité et des rendements des sous-jacents³⁰.

Graphique 8
Émissions de titrisations en Europe par catégorie et pays



Les RMBS hollandais bénéficient pour leur part d'une garantie publique (cf.p.45) et sont considérés comme très attractifs du fait de leur performance absolue (pertes très faibles). Pour mémoire, les RMBS italiens et espagnols, qui représentaient plus de 20% du total émis en 2008, ont conservé ce poids dans les émissions effectuées depuis 2010, à ceci près que la totalité est désormais retenue au bilan des établissements émetteurs (Graphique 8).

2. Les ABS sur prêts automobiles.

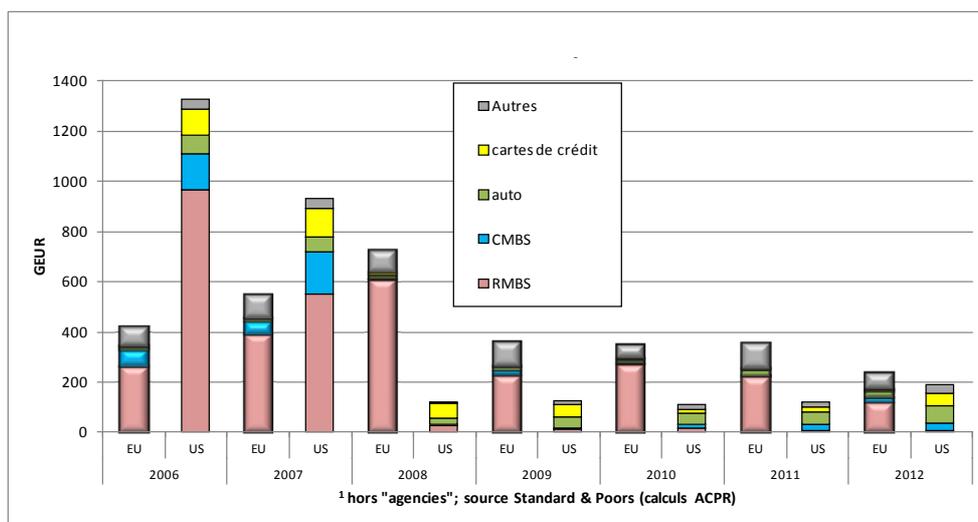
Deuxième marché européen de la titrisation par ses volumes d'émission, les ABS automobiles (ou « *auto* ») sont surtout émis par des originateurs allemands (en majorité), français, et britanniques. Il s'agit de placements correspondant à des prêts sous-jacents de court terme, rentables, aux pertes peu élevées³¹, majoritairement issus de prêts octroyés par des banques captives de constructeurs automobiles (depuis 2012), qui connaissent donc bien leur marché.

³⁰ Sources BCE, Bank of England, Natixis ("ABS et CDO: perspectives" 2012, 2013 et 2014).

³¹ Dans ses commentaires sur les perspectives du marché en 2012 par exemple (« perspectives 2012 », 16/12/2011), Natixis relève néanmoins que les pertes sur historiques de prêts sous-jacents peuvent être plus élevées pour les titres de certains pays touchés par une mauvaise conjoncture économique (Espagne par exemple), même si elles demeurent moindres en regard d'autres types d'actifs. Dans ses « perspectives 2013 » (14/12/2012) et « 2014 » (17/12/2013), elle met en avant le bon ratio « rendement/risque » des ABS auto, dû aux structures transparentes et au niveau de rehaussement élevé de ces actifs.

À cela s'ajoutent une réelle transparence du contenu et une plus grande granularité du risque attaché aux titres, qui sont pour cela recherchés des investisseurs. En 2011-2013, les banques françaises se sont de nouveau lancées dans quelques opérations, portant sur des montants modestes à l'échelle du marché³². C'est également grâce à l'intermédiation d'un établissement allemand qu'a pu être réalisée en 2011 la première opération publique espagnole depuis 2007. En 2013, les émissions d'ABS auto d'origine allemande sont de nouveau majoritaires sur le marché (elles l'étaient déjà en 2010), avec un taux de placement élevé (65% selon Natixis).

Graphique 9
Émissions de titrisations en Europe et aux États-Unis¹



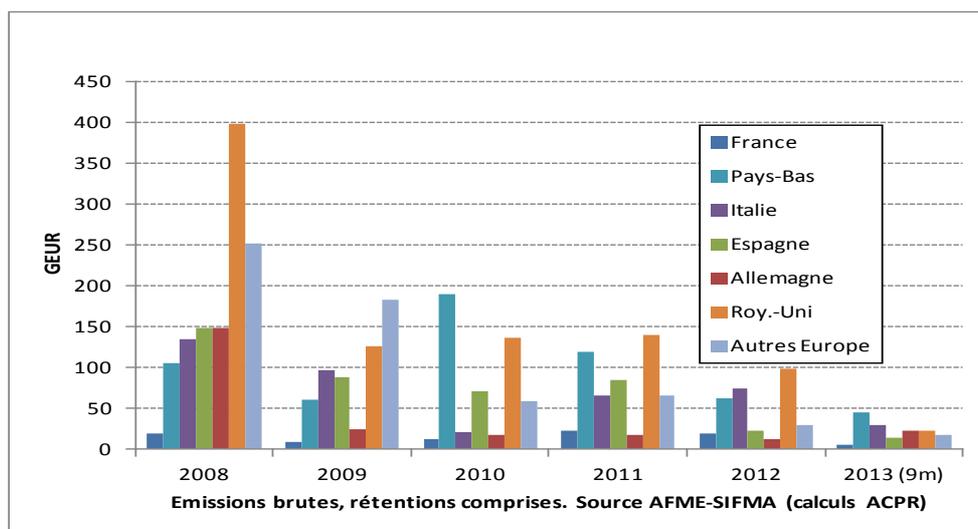
Le marché européen de la titrisation est d'abord caractérisé par l'existence de *compartiments nationaux* : l'activité de titrisation en Allemagne ne concerne pas les mêmes actifs sous-jacents qu'en Grande-Bretagne ou en Espagne, par exemple. De même, les pays dont l'activité de titrisation concerne des actifs *a priori* similaires, présentent des profils différents en matière de performance, de dynamisme des émissions et de confiance des investisseurs sur le marché secondaire (que l'on peut synthétiser par le niveau des écarts de rendement sur ces actifs, ou *spreads*³³) : il en va ainsi de l'Italie et les Pays-Bas pour ce qui concerne la titrisation d'actifs immobiliers résidentiels. De même, les rendements attachés aux différents compartiments d'actifs (RMBS par exemple) diffèrent selon les pays. La durée de vie moyenne, ou WAL (*Weighted Average Life*)³⁴ est également un facteur qui influe sur le degré d'attractivité d'une émission.

³² La période allant de janvier 2007 à mai 2011 correspond à un gel des émissions de titrisation automobiles émanant d'originateurs français

³³ Voir encadré n°3 : « le rôle des *spreads* ».

³⁴ Voir encadré n°4 : « La WAL »

Graphique 10
Origine géographique des émissions d'ABS en Europe



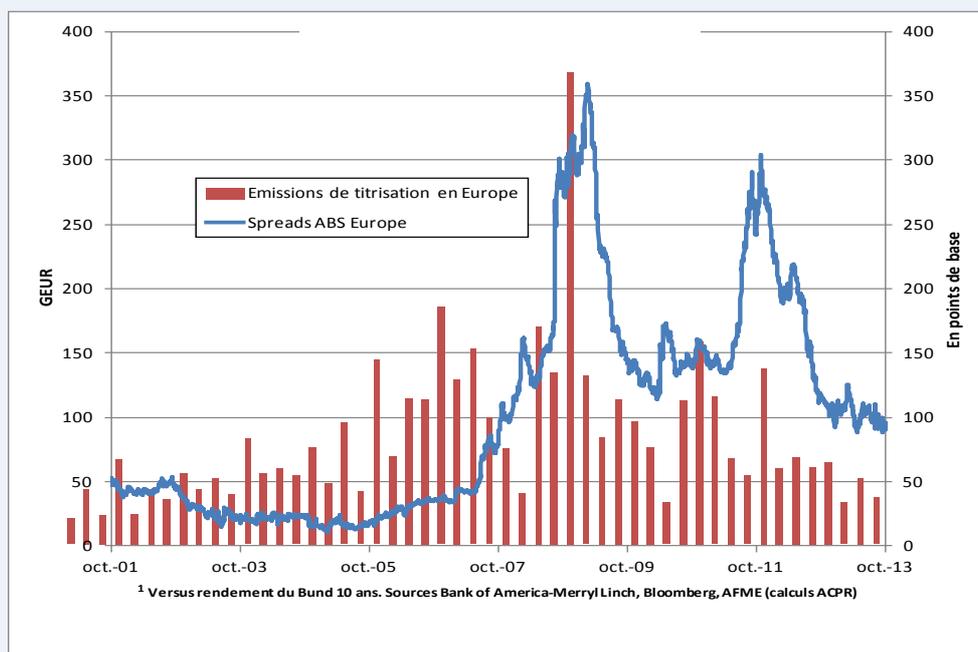
Encadré 3
Le rôle des *spreads*.

Les écarts de rendements, ou *spreads*, mesurent la différence entre le rendement d'un actif donné et celui d'un actif dit « sans risque » (choisi par convention, par exemple celui de titres de l'État allemand, ou un taux monétaire). On les mesure traditionnellement en points de base. Le niveau des *spreads* reflète le risque attribué à une classe d'actifs donnés. Les *spreads* sur les ABS européens divergent ainsi fortement selon le pays émetteur (en raison de la corrélation supposée entre le risque de défaut du pays et celui des actifs sous-jacents de l'ABS³⁵) et le type d'actif (prêts automobiles, prêts immobiliers, etc.). D'autres paramètres, comme par exemple la durée de vie moyenne du portefeuille de prêts sous-jacents, la devise d'émission, le risque de liquidité attaché à l'actif, etc., peuvent également intervenir.

Les années 2008 et 2009, marquées par une grande incertitude en Europe, se caractérisent par un fort niveau de *spreads* sur toutes les classes d'ABS, même sur les actifs les mieux notés par les agences (Graphique 11).

³⁵ La dégradation des finances d'un État peut entraîner à moyen terme un resserrement de la politique budgétaire et par voie de conséquence une possible détérioration de la situation économique des autres agents (défauts de paiement sur les actifs sous-jacents : prêts aux ménages et aux entreprises pour la plupart) ; la réciproque est également possible. Dans certains cas (grandes entreprises, certains secteurs économiques), le soutien implicite ou explicite de l'État peut faire défaut en cas de difficultés budgétaires et entraîner, par anticipation des marchés, une hausse des *spreads* sur les sous-jacents. Voir sur cette problématique l'étude du FMI « the impact of sovereign ratings on corporate ratings in emerging markets economies » (« l'impact des notations souveraines sur les notations des entreprises dans les économies de marché émergentes », IMF Working Paper 07/75, avril 2007).

Graphique 11
Spreads¹ et émissions d'ABS européens



Passée cette période, et avec le retour à une certaine normalité en raison des plans de soutien massifs des États et de la Banque Centrale Européenne, les *spreads* ont connu une évolution clairement différenciée en fonction des classes d'actifs : tandis que les écarts de rendement diminuaient fortement sur la plupart des ABS et des RMBS (ABS sur prêts immobiliers résidentiels), ils demeuraient élevés sur certains produits émis, soit par des pays aux paramètres fondamentaux économiques ou budgétaires estimés fragiles³⁶ (Espagne, Italie par exemple), soit sur des classes d'actifs jugées risquées et/ou opaques, comme les CMBS (ABS sur prêts immobiliers commerciaux).

Les *spreads* à l'émission et la performance des prêts titrisés sur les encours passés ne sont pas totalement corrélés : les premiers reflètent l'état du marché à un moment donné, tandis que la seconde, mesurée par les taux de défaut ou d'arriérés de paiement sur les emprunts sous-jacents, dépend étroitement des conditions dans lesquelles les prêts ont été octroyés (millésime et critères de sélection des emprunteurs). Autrement dit, à court terme au moins, des *spreads* élevés peuvent correspondre à de bonnes performances des sous-jacents, et inversement.

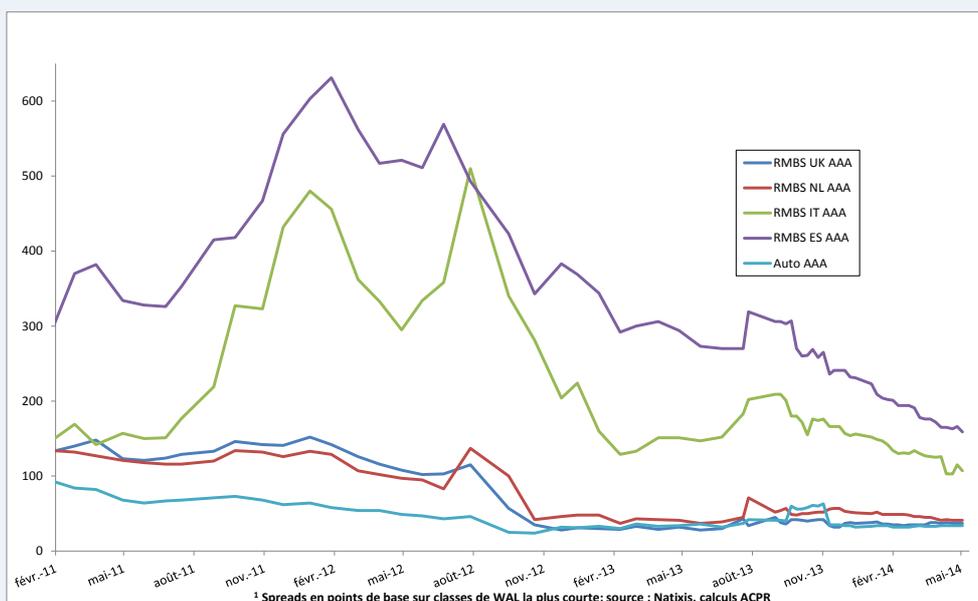
Pour la dynamique du marché de la titrisation, la diminution des *spreads* constitue une incitation à l'émission de titres, mais se révèle moins attractive pour les investisseurs, sauf si les taux offerts par les prêteurs (sur les actifs sous-jacents) augmentent, ce qui est peu probable en période de taux d'intérêt faibles. L'augmentation des *spreads* sur certains actifs et/ou certains pays peut avoir un effet rédhibitoire puisqu'un émetteur initiant une telle opération de titrisation devrait appliquer des taux d'intérêt élevés et irréalistes aux clients potentiels demandeurs de prêts pour couvrir les rendements versés aux investisseurs en aval de la chaîne de titrisation³⁷.

³⁶ Même s'il n'y a pas de rapport direct ni systématique entre risque souverain et risque sur les actifs du même pays, les agences de notation constatent néanmoins un lien entre l'augmentation des spreads souverains et la dégradation des conditions d'émission sur les marchés primaires de la plupart des compartiments d'ABS nationaux.

³⁷ Pour une analyse détaillée, voir le Bulletin mensuel de la BCE, septembre 2013.

Du fait de mécanisme habituel de rationnement du crédit lorsque le risque s'accroît, il existe une relation inverse entre le niveau des *spreads* et le montant des émissions, mais plusieurs facteurs exogènes perturbent cependant cette liaison : ainsi les *spreads* souverains étendent leurs effets sur les compartiments des différents pays concernés, indépendamment des performances intrinsèques des actifs sous-jacents ; d'autre part, mais cela n'est qu'une hypothèse, les fortes émissions ponctuelles effectuées au moment de pics des niveaux de *spreads* (début 2009, fin 2011-début 2012 par exemple : voir Graphique 11 et Graphique 12), pourraient constituer un « effet pervers » causé par la volonté des émetteurs de se débarrasser de tous leurs stocks d'actifs titrisables sans attendre un relâchement des conditions de marché, en raison de tensions sur leurs besoins de financement par exemple.

Graphique 12
Écart de rendement¹ sur principaux compartiments d'ABS européens



C'est à cette « quadrature du cercle » que doit faire face la titrisation européenne depuis 2011. La possibilité d'un écartement brutal des *spreads* souverains (en raison des difficultés économiques et budgétaires de certains États) et sa répercussion sur les *spreads* d'ABS constitue également une menace permanente sur l'activité de titrisation.

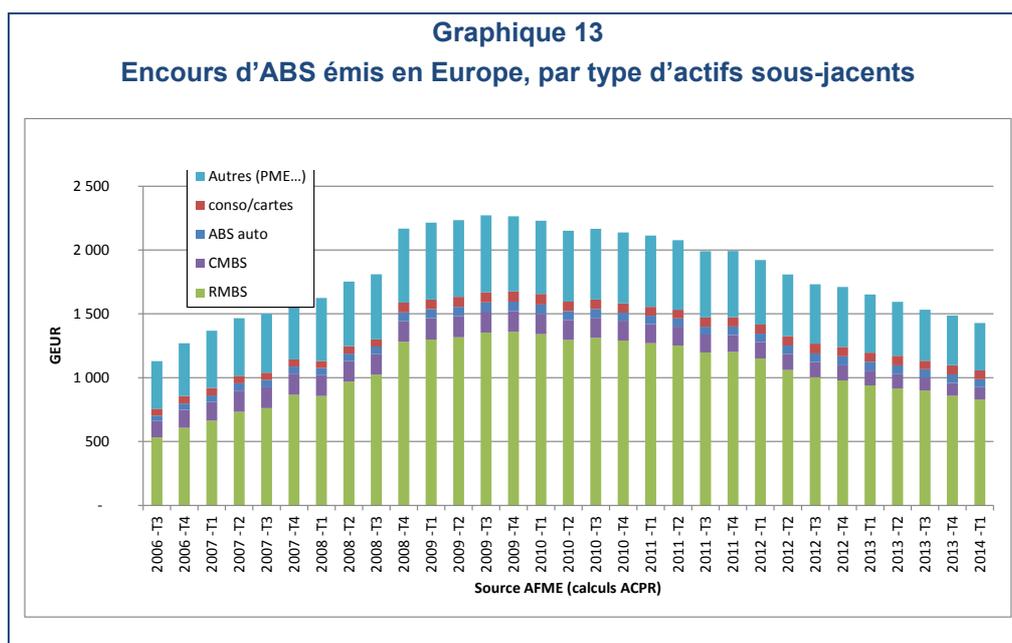
Bien que touché de manière inégale depuis la crise financière, le marché européen de la titrisation est globalement très loin d'avoir retrouvé le niveau d'émissions de 2008 : partant d'un total annuel de 711 milliards d'euros³⁸, les émissions effectuées sur les trois premiers trimestres de 2013 atteignent difficilement les 120 milliards. En termes d'encours, après avoir culminé à 2200 milliards d'euros en 2009, la titrisation européenne a retrouvé fin 2013 son niveau de 2007, soit environ 1500 milliards d'euros (Graphique 13). Le Royaume-Uni, qui occupait il y a cinq ans une première place liée aux émissions de RMBS, est désormais détrôné par les Pays-Bas, dont les émissions sur ce même compartiment d'actifs trouvent plus facilement preneur et surtout, en raison de l'attractivité sur les établissements britanniques de la mesure de refinancement conditionnel (« FLS ») lancée en 2012 par la Banque d'Angleterre³⁹.

³⁸ Source AFME. S&P recense de son côté 1068 milliards de dollars d'émissions cette même année, soit 726 GEUR au cours moyen annuel du dollar (voir graphique 9).

³⁹ Le *Funding Lending Scheme* (FLS) consiste en un refinancement à bas taux de la Banque d'Angleterre aux établissements britanniques conditionné par les prêts qu'elles accordent aux PME. De fait, cette opération pourrait avoir conduit les banques à réduire leur refinancement par titrisation, plus onéreuse et aléatoire, du moins pour l'instant.

Tandis que les émissions (essentiellement des RMBS) en provenance de pays du sud de l'Europe, comme l'Espagne, la Grèce et le Portugal, se sont effondrées durant la période, l'Italie (entre autres) a conservé, voire développé une activité d'émission d'ABS auto, pourtant plus risqués que les RMBS de même provenance⁴⁰.

L'Allemagne, le Royaume-Uni et la France ont également conservé ou repris une activité d'émission d'ABS auto, comparativement considérés comme moins risqués, car composés d'actifs sous-jacents de moindre longévité et aux caractéristiques simples. La bonne connaissance du marché par les émetteurs (pour la plupart des « captives » de grands groupes bancaires qui émettent pour se refinancer) et la transparence associée à ces émissions « vanille » font des ABS auto européens un marché de taille certes modeste, mais dynamique⁴¹.



Encadré 4 La *Weighted Average Life* (WAL)

La WAL d'un actif correspond à la durée de vie moyenne des actifs de référence (sous-jacents) d'un ABS, c'est-à-dire la durée de vie moyenne du capital restant dû, pondérée par la valeur des différents flux au moment où ils sont remboursés⁴². Elle peut être exprimée en jours, années, etc. C'est un concept proche de celui de la durée, qui exprime la durée moyenne de paiement des flux attachés à un titre, autrement dit le principal, mais aussi les intérêts. Selon les cas, la WAL pourra donc être inférieure ou supérieure à la durée.

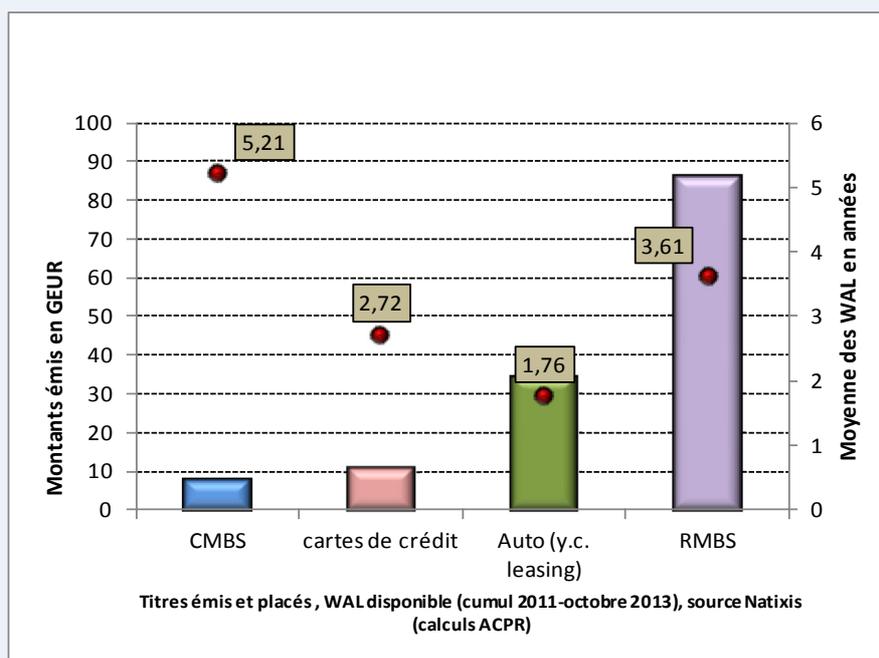
⁴⁰ Selon Moody's (« Global Structured Finance Collateral Performance Review », 31/10/2013), le taux de défaut à 60 jours (*delinquency rate*) constaté sur les RMBS italiens entre 2008 et 2013 s'établit aux alentours de 2%, contre 4 à 6% pour le taux de défaut des ABS *leasing* de ce même pays.

⁴¹ On peut d'ailleurs légitimement se demander si ce n'est pas précisément l'étroitesse de ce marché, dont les volumes sont très inférieurs à ceux des montants totaux de prêts sous-jacents correspondants, qui le rend si attractif auprès des investisseurs.

⁴² Le calcul de la WAL doit être constamment actualisé pour tenir compte d'éventuels remboursements anticipés (*prepayments*), notamment dans le domaine des prêts immobiliers résidentiels.

Graphique 14

Durée de vie moyenne selon la catégorie de titres émis en Europe



Dans le domaine de la titrisation, la WAL est utilisée comme indicateur de risque : toutes choses égales par ailleurs, plus elle est élevée, plus le risque encouru par le détenteur du titre sera important. Il existe ainsi une courbe des taux, *a priori* croissante, selon l'échéance mesurée par la WAL. Au sein d'un compartiment aux caractéristiques identiques (par exemple les ABS sur crédits automobile de rendement comparable), des actifs titrisés de courte WAL seront donc *a priori* plus recherchés par la plupart des investisseurs que ceux à WAL⁴³ plus longue. Les actifs titrisés dont les sous-jacents sont des prêts immobiliers (RMBS et CMBS) ont en principe une WAL plus longue⁴⁴.

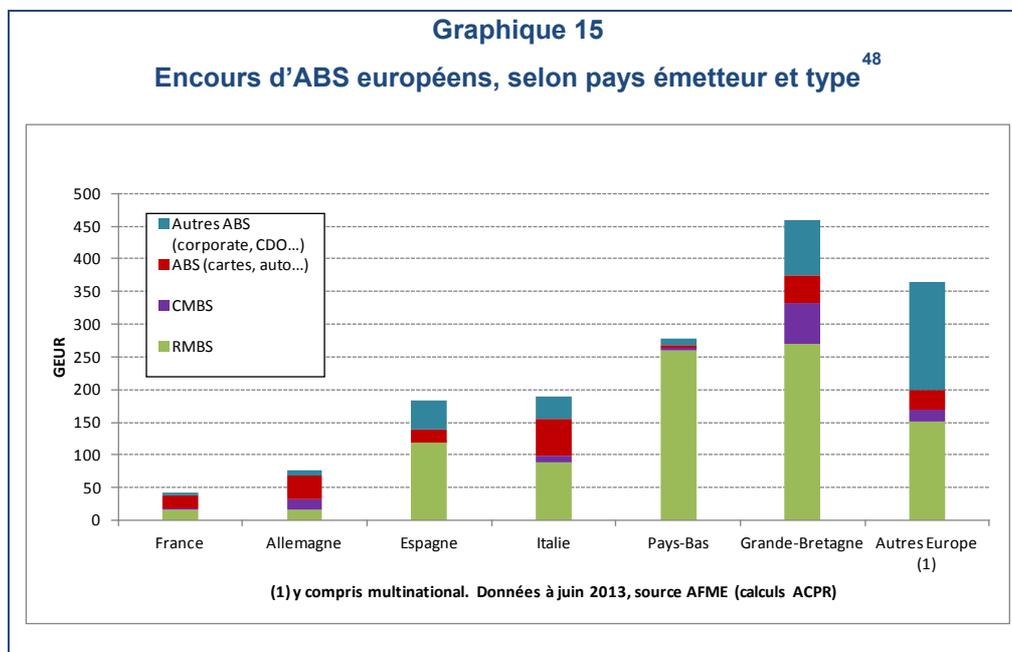
En termes d'encours, Royaume-Uni et Pays-Bas demeurent les pays européens qui sont à l'origine des volumes les plus importants d'encours de titrisations (respectivement 460 GEUR et 280 GEUR sur un total d'environ 1600 GEUR (Graphique 15)⁴⁵, soit respectivement 29% et 18%), essentiellement des actifs adossés à des prêts immobiliers résidentiels, même si l'amortissement progressif de ces prêts, conjugué à l'atonie des émissions, entraîne une diminution mécanique de la part de cette classe d'actifs.

⁴³ Pour un ensemble de prêts regroupés au sein d'un *pool* d'actifs, le terme de WAM (*Weighted Average Maturity*) est parfois utilisé.

⁴⁴ La durée de vie (WAL) des sous-jacents peut différer de celle du titre, mais dans la plupart des cas, les deux sont alignées. Dans le cas particulier des ABS rechargeables (*revolving*), la WAL des actifs sous-jacents peut s'écarter considérablement de celle de l'ABS, mais dans les faits les deux durées sont assimilables : en effet l'ABS *revolving* est composé en permanence d'actifs sous-jacents de WAL faible (par ex. des prêts automobiles sur 18 mois), renouvelés jusqu'à maturité du titre.

⁴⁵ Après avoir dépassé les 2000 milliards d'euros en 2009, l'encours des ABS européens s'établissait fin décembre 2013 à 1500 GEUR environ. La diminution de 25% constatée en quatre ans s'explique autant par la diminution des volumes de nouveaux titres que par l'arrivée à maturité des sous-jacents des titres déjà émis (Source AFME).

Il est à noter que le marché européen des CMBS, ces actifs adossés à des emprunts d'immobilier commercial, est très concentré au Royaume-Uni⁴⁶, mais que le marché secondaire est peu actif, rendant ces titres difficiles à valoriser et illiquides pour leurs détenteurs. L'année 2013 a également vu la reprise du marché européen des CLO, qui sont des titres adossés à des prêts bancaires et/ou d'entreprises (un peu moins de 10 GEUR émis et placés en 2013), indice d'un retour de la confiance des investisseurs sur des titres par nature plus complexes ou spéculatifs⁴⁷ que les simples ABS.



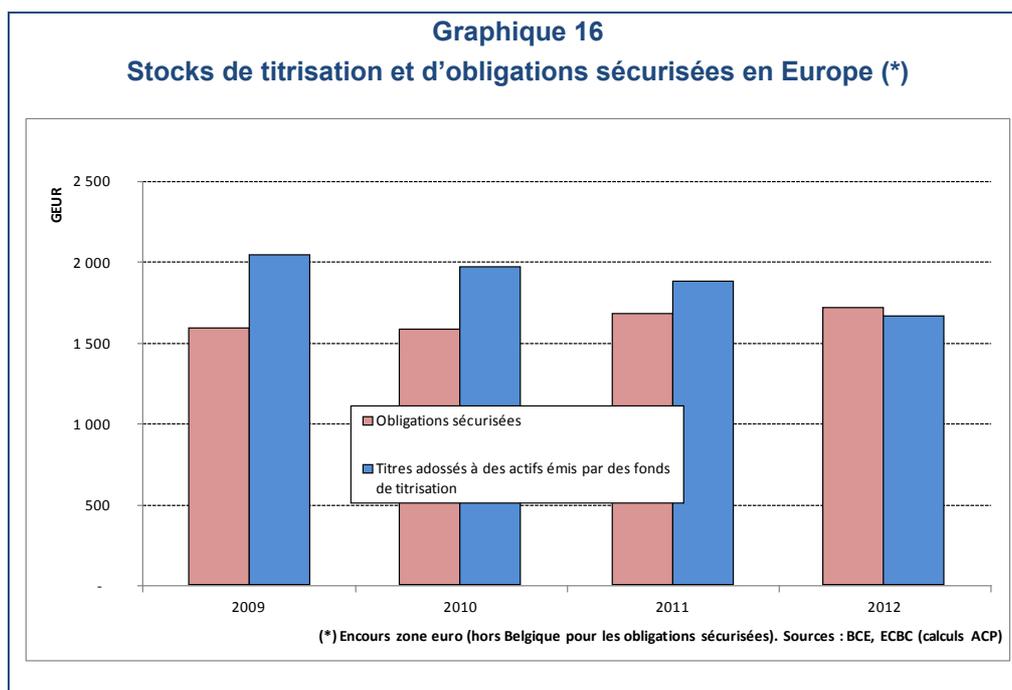
⁴⁶ Ce compartiment des CMBS, granuleux et opaque, comprend la catégorie appelée « multifamily », prêts immobiliers accordés aux sociétés immobilières pour la construction et la gestion d'ensembles de logements sociaux dont les *cash flows* sont générés par des particuliers. Les CMBS *multifamily* sont essentiellement émis en Allemagne et sont généralement plus liquides et moins risqués que les CMBS courants.

⁴⁷ Les experts distinguent les *CLO de bilan*, issus de la titrisation de prêts accordés à des banques et/ou des entreprises non financières, et les *CLO d'arbitrage*, qui jouent sur les écarts de valorisation entre la somme des actifs sous-jacents pris individuellement et le « paquet » représenté par leur achat au sein d'un *pool* d'actifs, au caractère spéculatif nettement plus prononcé (assimilable à une forme de retitrisation).

⁴⁸ Le graphique 15 présente l'origine géographique des encours de titres adossés à des actifs (ABS au sens large) selon leur pays d'émission (c'est-à-dire le pays dans lequel opère l'organisme en charge de la titrisation, banque ou véhicule de titrisation) : elle doit être distinguée de la nationalité d'origine des actifs, critère retenu par Birouk et Darves, Bulletin de la Banque de France n°194, décembre 2013, §4, graphique 11 page 108. Le taux de conversion des chiffres de l'AFME-SIFMA (publiés en USD et valables pour l'ensemble de l'Europe, y compris hors Zone Euro) peut également introduire des écarts avec les chiffres de la BCE.

4 Titrisation et obligations sécurisées

La titrisation européenne ne saurait être analysée sans se référer aux émissions d'obligations sécurisées⁴⁹ (*covered bonds* en anglais). Bien que de nature différente, les deux activités sont souvent mises en regard et la crise américaine des *subprimes* s'est répercutée sur le marché des *covered bonds*, quasi-inexistant aux États-Unis mais prédominant en Europe⁵⁰. Dans les faits, *covered bonds* et ABS peuvent s'analyser comme des modes concurrents du refinancement bancaire en Europe (Graphique 16).



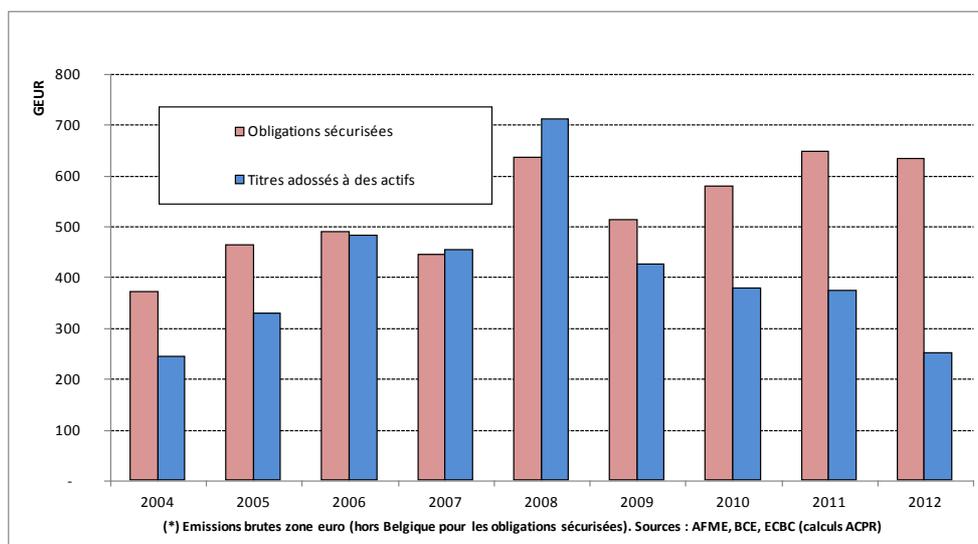
Cela est encore plus vrai pour les émissions réalisées depuis 2008 en Europe⁵¹, où la situation problématique des ABS (qui ne retrouvent toujours pas leur niveau d'émission d'avant 2008) est sans commune mesure avec le niveau élevé des émissions de *covered bonds* (Graphique 17). Il faut de plus relativiser le chiffre des émissions d'ABS, qui inclut les montants retenus par les émetteurs à leur propre bilan (montants non placés sur le marché public ou directement auprès d'investisseurs privés). En Europe, la moyenne des montants ainsi retenus en 2012 était de 66% et de 58% au premier semestre 2013 (source AFME).

⁴⁹ Cette appellation générale recouvre l'émission de titres garantis par des créances privées de bonne qualité, le plus souvent hypothécaires, ou par des créances publiques (titres d'État). Seuls les établissements de crédit peuvent émettre des obligations sécurisées et les actifs sous-jacents demeurent inscrits à leur bilan, contrairement aux ABS. De même, dans le cas d'obligations sécurisées, l'investisseur peut généralement se retourner vers l'émetteur en cas de défaut de l'emprunteur. En France, les obligations sécurisées sont émises par des sociétés de Financement de l'Habitat (loi de 2011) ; en Espagne on parle de *cedulas hipotecarias* (certificats fonciers), au Danemark de *realkreditobligationer* (obligations hypothécaires) et en Allemagne de *pfandbriefe* (obligation, garantie). Il existe dans certains pays des structures pouvant servir au portage des titres sous-jacents, mais le principe de rétention au bilan consolidé est maintenu.

⁵⁰ Les principaux pays émetteurs d'obligations sécurisées en 2012 étaient le Danemark, suivi de l'Espagne et de l'Italie (51% des émissions à eux seuls) ; le Danemark, l'Allemagne et l'Italie détenaient près de la moitié (47%) du stock total d'obligations sécurisées émises jusqu'en décembre 2012 (Source : European Covered Bond Council [ECBC]).

⁵¹ 90% des émissions de *covered bonds* dans le monde sont réalisées en Europe. En termes nets (émissions moins remboursements), l'Europe ne représentait qu'un peu plus de la moitié en 2012.

Graphique 17
Émissions de titrisations et obligations sécurisées en Europe (*)



Le besoin des banques de se procurer des liquidités et de pouvoir fournir des actifs sécurisés en garantie auprès de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de ses opérations de prêts à long terme ou de plans de rachat des obligations sécurisées⁵², conjugué à la réticence des prêteurs sur les marchés financiers et aux évolutions réglementaires plutôt favorables⁵³ aux *covered bonds*, contribuent à expliquer le regain d'intérêt pour ces actifs depuis 2008. Néanmoins, la mise en place progressive des standards internationaux réglementaires en matière de ratio de levier pourrait profiter à la titrisation qui, comparativement aux obligations sécurisées, dispose d'un avantage dans ce domaine puisqu'elle se traduit dans la majorité des cas par une sortie du bilan des établissements originateurs des prêts qu'ils ont consentis, alors que dans le cas des *covered bonds*, les actifs sous-jacents demeurent comptabilisés au bilan de la banque.

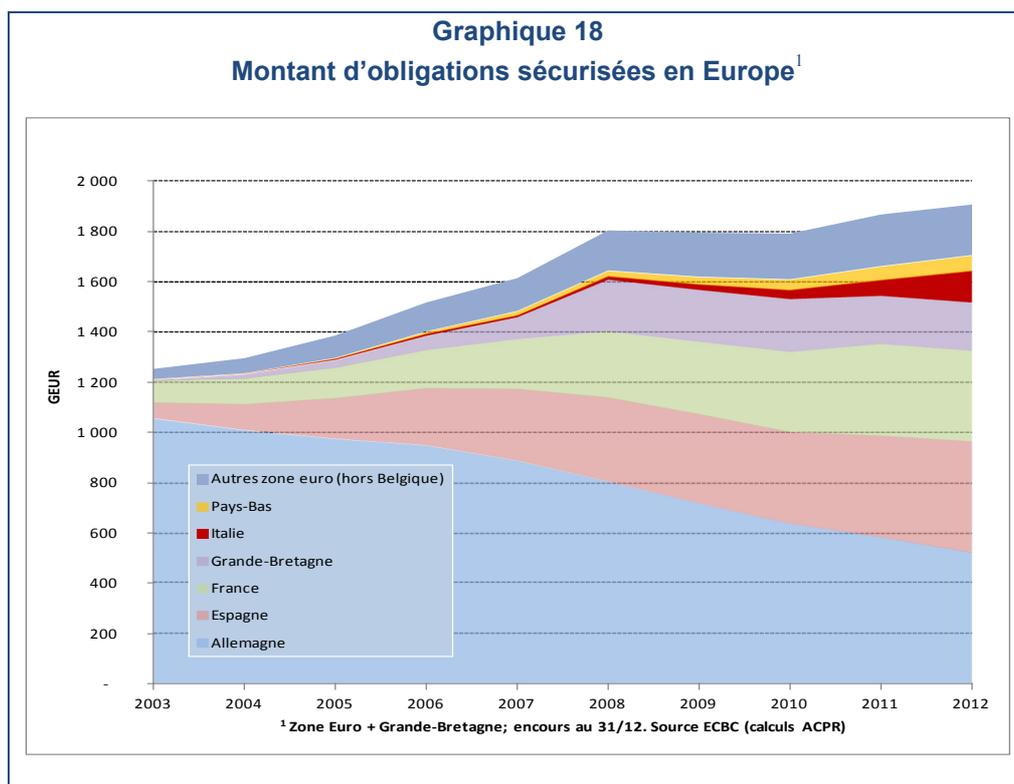
D'un point de vue géographique, la prépondérance des *pfandbriefe* allemandes a été progressivement battue en brèche par l'émergence des *cedulas* espagnoles et des obligations foncières françaises (Obligations Foncières, Obligations de Financement de l'Habitat, Caisse de Refinancement de l'Habitat), le marché allemand étant caractérisé par de fortes tombées de titres d'État venant à maturité dans un contexte de taux longs historiquement bas⁵⁴ conjuguées à un marché

⁵² CBPP ou *Covered Bonds Purchase Program*. La Banque Centrale européenne a lancé un premier CBPP en 2010 et un second fin 2011. Au 4 décembre 2013, un total de 57 milliards d'euros de covered bonds étaient encore détenus par la BCE, qui a annoncé son intention de les conserver jusqu'à maturité.

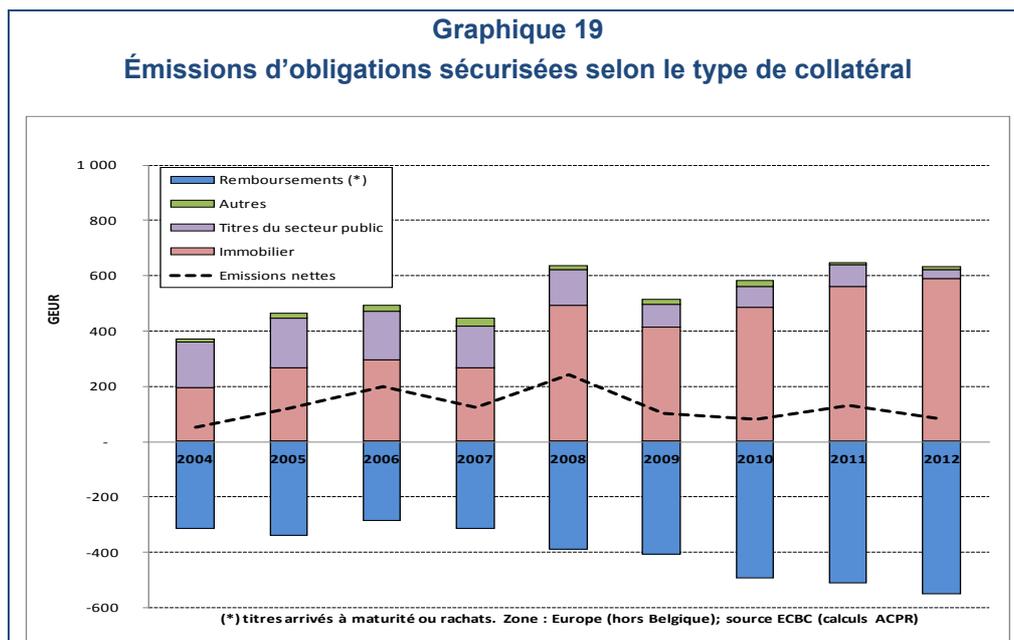
⁵³ Comparativement aux ABS (hormis les RMBS), les obligations sécurisées sont considérées comme plus liquides et moins risquées par les standards de réglementation internationaux (accords de Bâle 3) ou européens (Capital Requirement Directive adoptée en juin 2013). *Covered bonds* et ABS sont tous deux éligibles comme garanties pour les opérations de refinancement de la BCE, les seconds devant faire l'objet d'un dépôt de documentation très détaillée qui en rend la mobilisation plus aléatoire. Les *covered bonds* font de plus l'objet de décotes (*haircuts*) moins importantes lorsqu'ils sont remis en garantie auprès de la BCE. Néanmoins, les obligations sécurisées adossées à des prêts au secteur public sont considérées comme ayant une exposition élevée au risque pays et peuvent faire l'objet de notations moins favorables que celles adossées aux créances privées. Enfin, en 2013, la BCE a notablement assoupli ses conditions d'admission de certaines catégories ABS (auto par exemple) comme collatéral, les mesures devenant effectives au 1^{er} octobre 2013 (passage d'une exigence de notation plancher 'AAA' à 'AA' et réduction des taux de décote applicables).

⁵⁴ Jusqu'en 2008, les trois-quarts des volumes d'obligations sécurisées allemandes étaient adossés à des titres d'État, contre environ 60% en 2012, avec des volumes en forte diminution (source ECBC). L'Allemagne est le seul grand pays européen dont les *covered bonds* présentent cette caractéristique (l'essentiel des volumes dans les autres pays est constitué d'obligations sécurisées par des prêts immobiliers).

immobilier pendant longtemps peu dynamique et à des rendements très faibles qui rendent les *pfandbriefe* moins attractives pour les investisseurs (Graphique 18).



Certains pays⁵⁵ en sont même arrivés à plafonner les montants d'émissions de *covered bonds* de leurs établissements nationaux, par crainte d'une affectation trop importante d'actifs de bonne qualité en garantie (*asset encumbrance*), et donc d'un affaiblissement de la qualité globale des bilans bancaires qui en résulterait. Les émissions de *covered bonds*, si elles demeurent élevées jusqu'ici, concernent de moins en moins les titres garantis par des emprunts d'État et de plus en plus des obligations assises sur des prêts immobiliers résidentiels (Graphique 19).



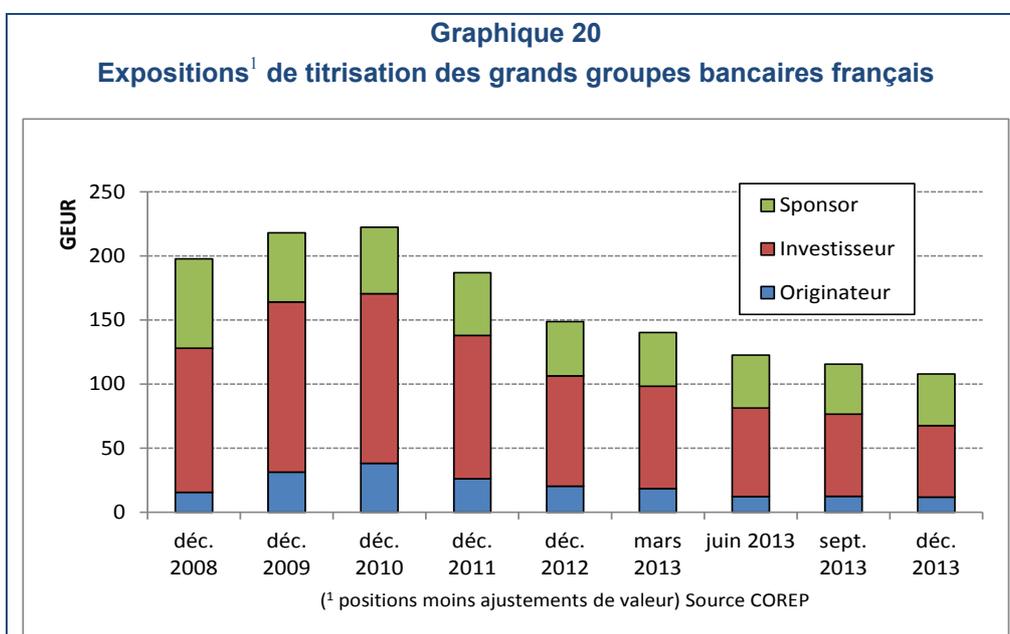
⁵⁵ Pour l'Europe : la Belgique, l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni (source Natixis).

5 Les expositions de titrisation des grands groupes bancaires français et européens⁵⁶

Bien qu'ils ne soient pas les seuls à émettre des ABS, les établissements bancaires représentent la plus grande partie du marché primaire européen, contrairement aux États-Unis, où ce sont les agences gouvernementales qui sont *leaders*. Les banques françaises sont globalement peu émettrices d'actifs adossés à des titres de dette, même à l'échelle européenne, avec toutefois un volume important d'émission d'obligations sécurisées. La majorité des titres émis sur le marché primaire public sont des ABS automobiles : totalement absente du marché entre 2007 et 2011 pour des raisons de conjoncture, la titrisation de prêts automobiles par des banques françaises a repris en 2011⁵⁷, dans des volumes modestes toutefois eu égard à ce type de marché (moins de 1 milliard d'euros par opération).

Si elles interviennent peu en tant qu'émettrices, les banques françaises détiennent néanmoins des engagements sur le marché de la titrisation. Outre l'origination, la réglementation prudentielle distingue les opérations dans lesquelles les établissements détiennent des risques les opérations à titre de *sponsor*⁵⁸ et d'investisseur.

Les expositions des cinq grands groupes bancaires français sur la titrisation s'élevaient fin décembre 2013 à un peu plus de 107 milliards d'euros (Graphique 20), pour la majorité (52%) en tant qu'investisseur, montant modeste en regard de leur total de bilan (1 à 4% selon le groupe si l'on se base sur les chiffres de 2012) et en diminution régulière depuis le pic atteint fin 2010 (213 GEUR). Le solde est composé d'expositions en tant que sponsor à hauteur de 37% (titres achetés dans le cadre d'un programme et/ou lignes de liquidité ou autre types de soutien à un programme de papier commercial), et de titres originés et retenus au bilan (11%).



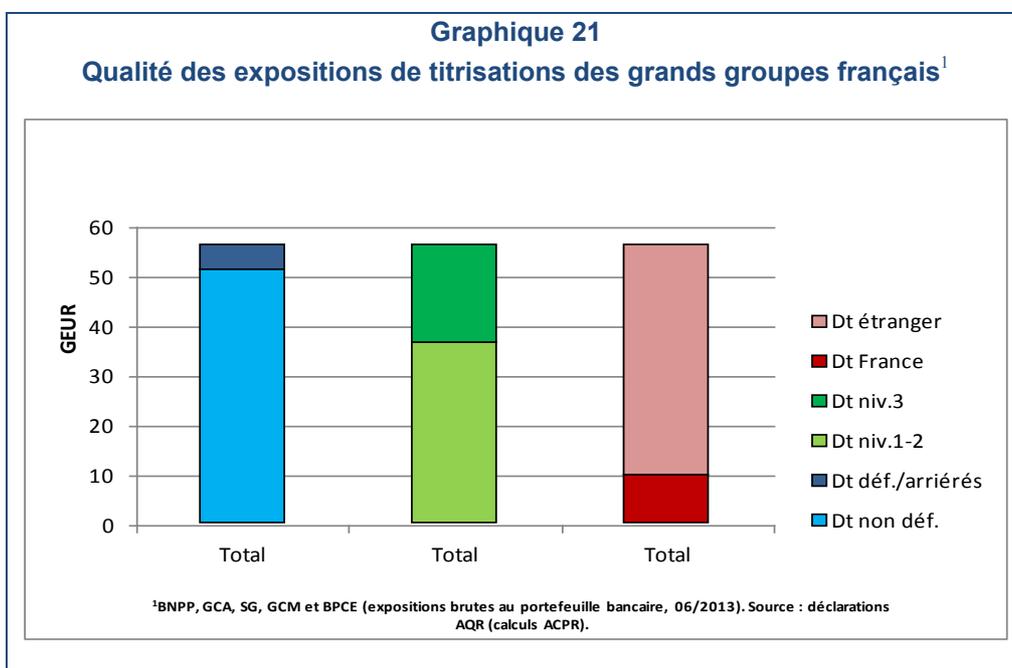
⁵⁶ Échantillon des principaux groupes européens représentant plus de 50% du total d'actif des institutions financières et monétaires, dont BNPP, GCA, SG, GCM et BPCE pour la France.

⁵⁷ Prêts octroyés par une filiale du groupe PSA finance, l'émission ayant été réalisée par une filiale de BPCE. PSA a elle-même titrisé 1 milliard d'euros de prêts, suivie par RCI pour un montant équivalent, toujours en 2011.

⁵⁸ « Tout établissement autre qu'originateur (...) qui établit et gère un programme (...) ou tout autre opération ou montage de titrisation dans le cadre duquel il achète des expositions de tiers » [article 210 de l'arrêté du 20/02/2007].

On notera cependant que les déclarations des établissements excluent les expositions de titrisation dans lesquelles elles conservent un risque significatif en tant qu'originateur⁵⁹ : ces positions sont dans ce cas déclarées comme le seraient de simples prêts, et non recensées ici. Le chiffre de 107 milliards d'euros est donc légèrement sous-estimé en comparaison des 167 GEUR déclarés à la Banque de France à la même date pour l'actif des véhicules français [voir Birouk et Cassan, 2012] et recensés par la BCE [BCE *Data Warehouse*, 2013], une partie de l'écart s'expliquant par la dé-comptabilisation des émissions (ou parts d'émissions) de titrisations par les groupes dans lesquelles ceux-ci ne détiennent plus d'intérêts (c'est-à-dire de risques).

Au sein des seules expositions détenues à leur bilan (Graphique 21)⁶⁰, on observe, outre la prédominance des titrisations émises par des contreparties étrangères (83%), une proportion non négligeable d'actifs comptabilisés en défaut ou en arriérés de paiement (9% environ). D'autre part, les actifs de niveau 3⁶¹ constituent également une proportion importante de ce total (35%). Enfin, la part des actifs issus de retitrisations au sein des positions déclarées est de l'ordre de 10 milliards d'euros environ⁶².



Toutefois, parmi les expositions de titrisation des grands groupes français, celles qui sont recensées par le Conseil de Stabilité Financière⁶³ comme sensibles (c'est-à-dire risquées⁶⁴) représentent une fraction en diminution régulière du total de bilan des grands groupes français depuis la phase d'assainissement entamée dans les mois qui ont suivi la crise financière (Graphique 22).

⁵⁹ Article 213 de l'arrêté du 20/2/2007.

⁶⁰ Selon déclarations effectuées dans le cadre de l'*Asset Quality Review* (exercice d'évaluation de la qualité des actifs par la BCE) par les grands groupes français à juin 2013.

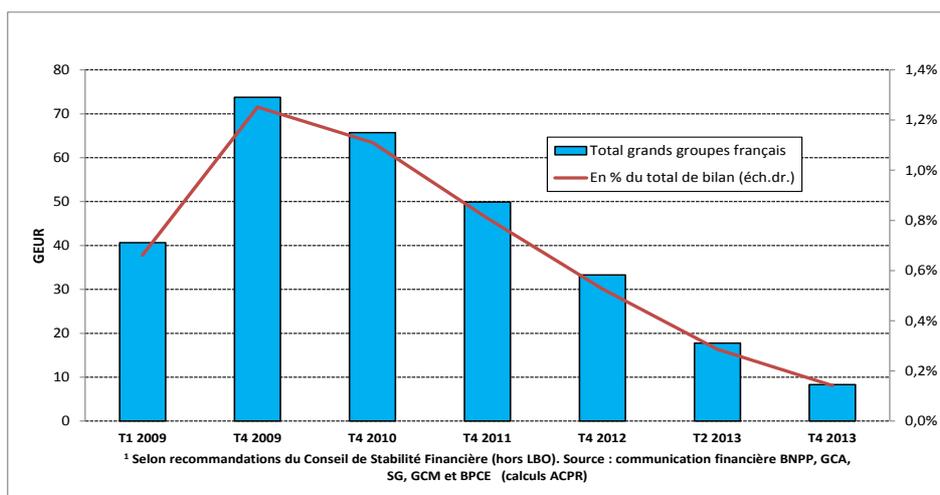
⁶¹ Par opposition aux actifs de niveau 1 ou 2, les actifs de niveau 3 sont évalués sur la base de modèles internes aux établissements, sans référence à des indicateurs de marché directement ou indirectement observables. Ces actifs font l'objet de peu de transactions et leurs prix d'évaluation sont donc estimés et peuvent faire l'objet de réajustements de grande ampleur.

⁶² Soit 8% du total des expositions titrisées en juin 2013 (voir encadré 5 et graphique 31 *infra*).

⁶³ Succédant en 2009 au Forum de Stabilité Financière, le Conseil de Stabilité Financière (CSF) regroupe les autorités financières des pays composant le G20 et a pour objectifs les échanges et la coopération en matière de supervision bancaire et financière.

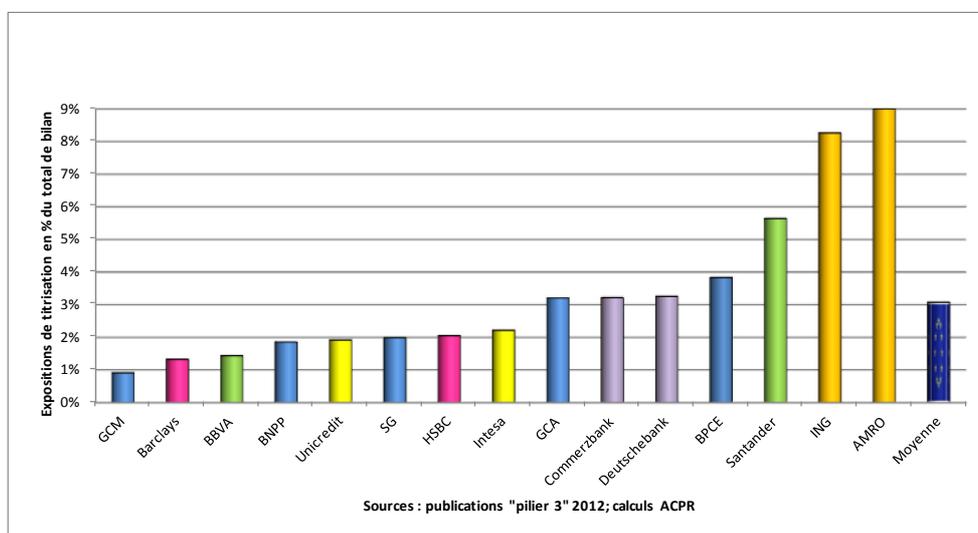
⁶⁴ Montants d'actifs définis comme « toxiques » ou « sensibles » par le CSF et publiés par les établissements : essentiellement MBS et CDO « *subprime* » originés aux États-Unis, RMBS et CMBS européens mal notés émis au Royaume-Uni et en Espagne.

Graphique 22
Expositions sur actifs sensibles des grands groupes bancaires français¹



Le poids des expositions de titrisation dans le bilan des grands groupes bancaires n'est pas nécessairement représentatif de leur activité en tant qu'originateur, dans la mesure où une grande partie des ABS émis sont sortis des totaux d'actifs. Mais elles donnent une indication générale de la politique de rétention et/ou de gestion du risque par les établissements, auxquelles il faut ajouter la stratégie d'investissement dans les titres eux-mêmes, lorsqu'ils proviennent d'autres émetteurs (Graphique 23).

Graphique 23
Poids des expositions de titrisation des principaux établissements européens



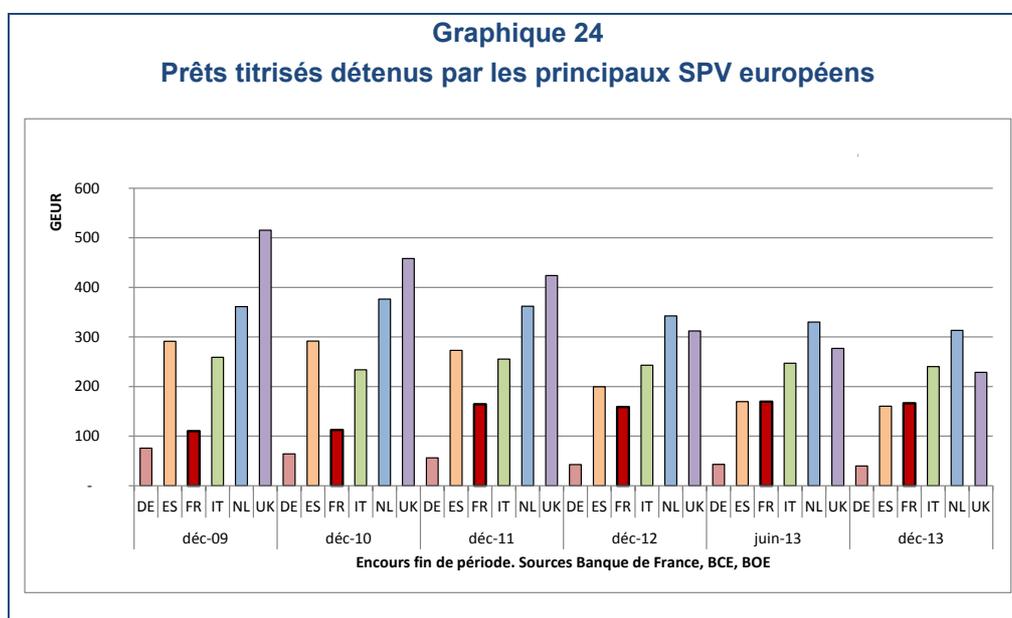
De fait, aucune grande banque européenne ne détient une exposition de titrisation de plus de 10% de son total de bilan, mais seules les banques néerlandaises⁶⁵, et secondairement la banque espagnole Santander⁶⁶, se signalent avec une part d'expositions plus importante que leurs consœurs.

⁶⁵ ING précise dans son Rapport Pilier 3 pour 2012 qu'une partie très importante des positions originées retenues à son bilan sont destinées à servir de collatéral auprès de la BCE ; ABN AMRO détient également 30 GEUR environ de prêts servant de sous-jacents à de la titrisation synthétique, ce qui amènerait le total des positions de titrisation du groupe à près de 17% du total de bilan en les prenant en compte.

⁶⁶ Dont les positions détenues sont surtout des RMBS adossés à des prêts en voie d'extinction. Fin 2011, le poids des expositions de titrisation de Santander sur le total de bilan du groupe avoisinait encore les 11%, contre moins de 6% fin 2012.

La très grande majorité des ABS offerts par des institutions européennes dont les sous-jacents sont des prêts accordés par des banques sont émis par des véhicules spécialisés (SPV). Les recensements effectués par la Banque Centrale Européenne⁶⁷ auprès des banques centrales nationales d'une part, et la Banque d'Angleterre d'autre part, permettent un aperçu suffisamment représentatif de la décomposition nationale des prêts titrisés en Europe (Graphique 24).

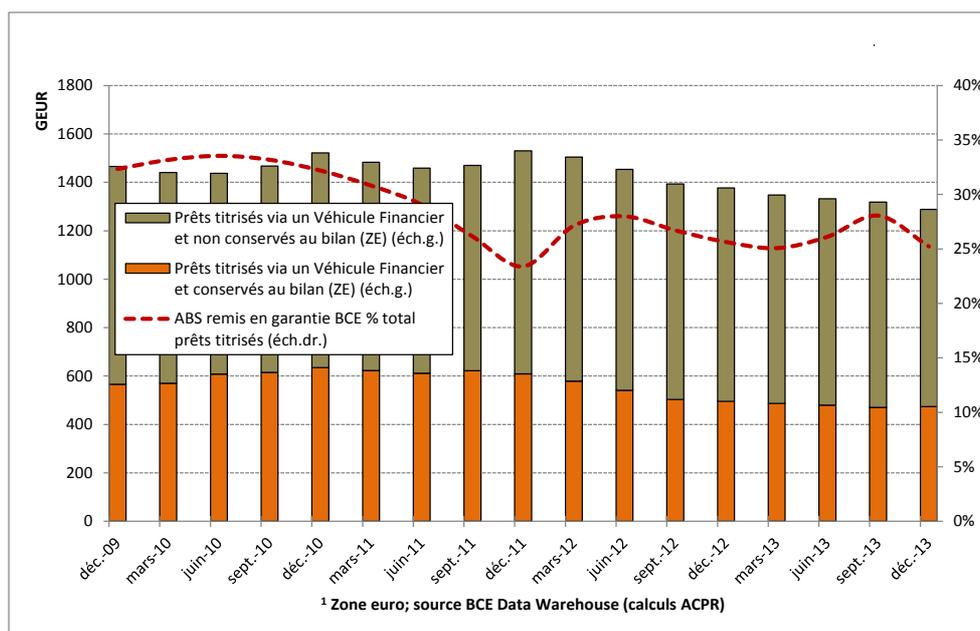
Sur un encours total de près de 1520 milliards d'euros fin décembre 2013, les prêts titrisés européens accusent une baisse de plus de 20% sur les quatre dernières années. Mais cette baisse est essentiellement imputable au Royaume-Uni, dont les encours des véhicules ont perdu 50% sur la période. Les six principaux pays émetteurs de titres (Graphique 24 ci-dessous) représentent environ les trois-quarts de l'ensemble des titres détenus par les SPV européens, les Pays-Bas occupant la première place depuis 2012 avec 24% du total. Les actifs détenus par les véhicules français sont les seuls sur la période à avoir connu une augmentation : +51% depuis 2009. Le décalage avec la faible activité d'émission des établissements français s'explique par le fait que les SPV, indépendamment de leur nationalité de résidence, détiennent des titres de toutes provenances géographiques.



S'agissant des prêts titrisés par les établissements financiers de la seule Zone Euro (ZE), si on peut constater une légère tendance à la décroissance des encours détenus par les SPV entre fin 2009 et décembre 2013 (autour de 1290 GEUR, soit -12%), on observe un léger accroissement de la part des émissions non retenues au bilan (de 59% au plus bas à 63% en décembre 2013, Graphique 25). Cette modeste augmentation est interprétée par les analystes, avec prudence, comme un indice d'amélioration des conditions d'accès au marché primaire et un début de retour à une situation normalisée, étant entendu que seuls le dynamisme de l'activité économique en général et les bonnes performances des sous-jacents en matière de défauts en particulier sont les conditions de base à un redémarrage du marché en Europe, auxquelles il convient d'ajouter les facilités d'accès au refinancement pour les banques, et secondairement selon nous, l'environnement réglementaire encadrant l'activité de titrisation.

⁶⁷ Collecte trimestrielle (depuis décembre 2009) de données sur les *Financial Vehicles Corporations* (FVC) résidents de la Zone Euro.

Graphique 25
Prêts titrisés par les établissements de crédit européens¹



¹ Zone euro; source BCE Data Warehouse (calculs ACPR)

Bien qu'ils ne détiennent qu'une partie des ABS originés, il peut être intéressant, à titre de comparaison, d'estimer l'importance de la titrisation sur les totaux d'actifs des institutions financières des principaux pays européens émetteurs (Graphique 26). On constate, sans surprise, que les Pays-Bas, avec près de 12%, sont le pays européen dans lequel la titrisation a le poids relatif le plus important compte tenu de la taille du marché de la titrisation – arrivant en volume juste après celui du Royaume-Uni – par rapport à celui de ses banques. On voit également l'impact de la forte diminution des encours titrisés en Espagne et au Royaume-Uni depuis 2008, pour des raisons différentes⁶⁸. La situation de l'Italie est intermédiaire : moins touchés par la crise immobilière, les RMBS italiens sont moins sinistrés que leurs homologues espagnols⁶⁹ (en termes de *spreads*, voir le Graphique 12) et la proportion importante des titres retenus au bilan pour servir de collatéral explique le maintien d'encours importants (200 GEUR de titres émis, et environ 240 GEUR de prêts à l'actif des véhicules italiens résidents⁷⁰). Le contraste est également important entre Europe et États-Unis, où les titrisations représentent une part nettement plus importante du total de bilan des établissements bancaires⁷¹.

⁶⁸ Grave crise immobilière en Espagne aggravée par la mauvaise conjoncture économique et diminution globale des prix de l'immobilier en Grande-Bretagne depuis 2007 parallèlement à une stagnation des nouvelles constructions.

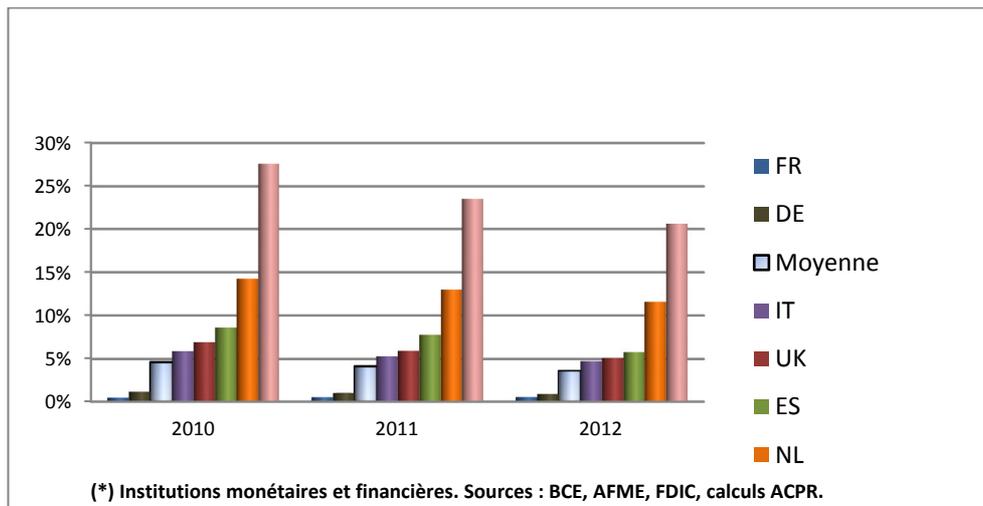
⁶⁹ Par contre, l'envolée des *spreads* italiens en 2011-2012 doit clairement être rattachée à la crise de la dette souveraine qu'a connue l'Italie durant cette période. Les performances, médiocres mais pas catastrophiques, des prêts italiens dont les conditions d'octroi ont durci après 2009 (voir graphiques 31 & 32), expliquent la diminution progressive des *spreads* et un retour à la normale fin 2012.

⁷⁰ Sources AFME et BCE.

⁷¹ 20% fin 2012. Encore ce chiffre n'inclut-il pas les titrisations issues des agences gouvernementales.

Graphique 26

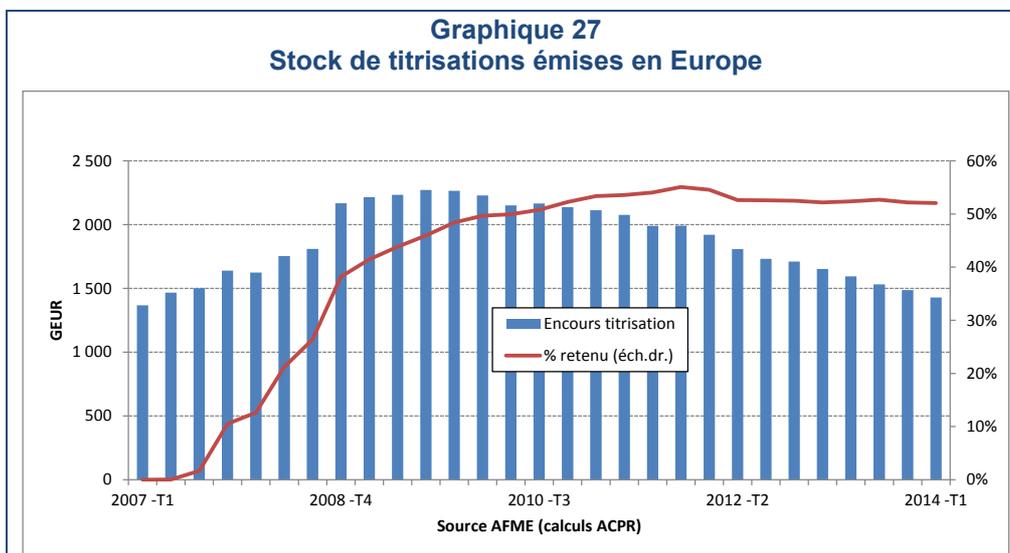
Encours titrisés en proportion du total d'actifs du système bancaire (*)



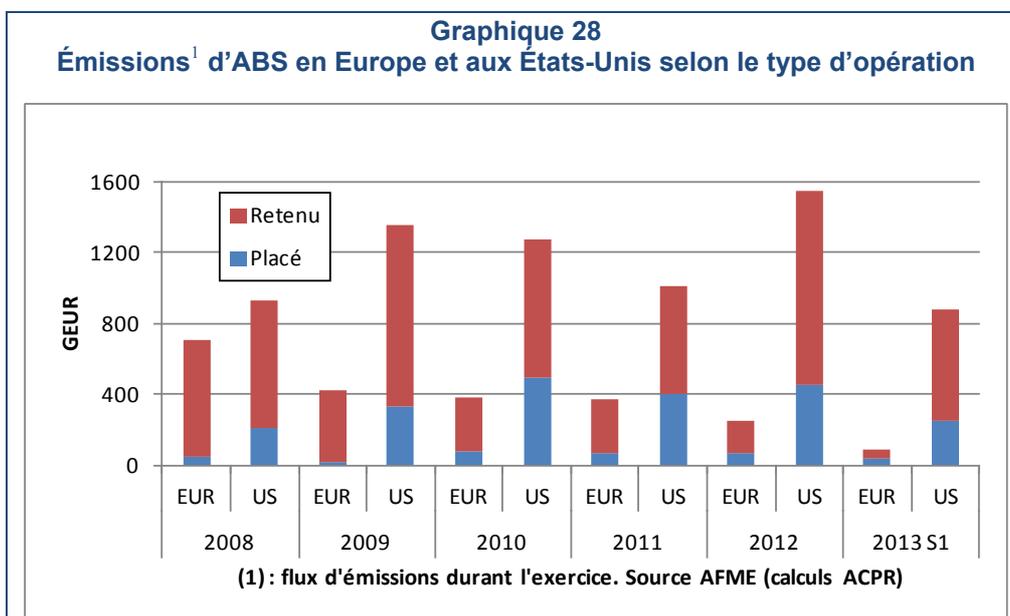
De plus, l'Italie maintient une activité de titrisation très modeste, mais diversifiée, illustrée par exemple en 2013 par l'émission d'ABS adossés à des prêts aux PME pour un montant d'environ 1 milliards d'euros. Cette émission-test s'est avérée coûteuse (plus chère qu'un refinancement BCE), ce qui indique que la méfiance des investisseurs vis-à-vis des émissions, sinon de titres en général, du moins vis-à-vis de certains compartiments du marché, n'a pas disparu.

6 Qualité des sous-jacents : Contrastes Europe – États-Unis

Plutôt qu'une source de liquidité pour les banques ou le résultat d'une gestion d'actif par transfert de risque, les opérations de titrisation représentent pour les banques depuis le début de la crise de 2008 un moyen de se constituer un portefeuille de titres éligibles au refinancement de la BCE (ou de la Banque fédérale pour les banques américaines). L'augmentation spectaculaire des volumes retenus par les établissements lors des émissions, en 2008 notamment, en est un indicateur : plus de la moitié des encours de titres ABS européens sont désormais retenus dans les bilans des banques émettrices (Graphique 27).

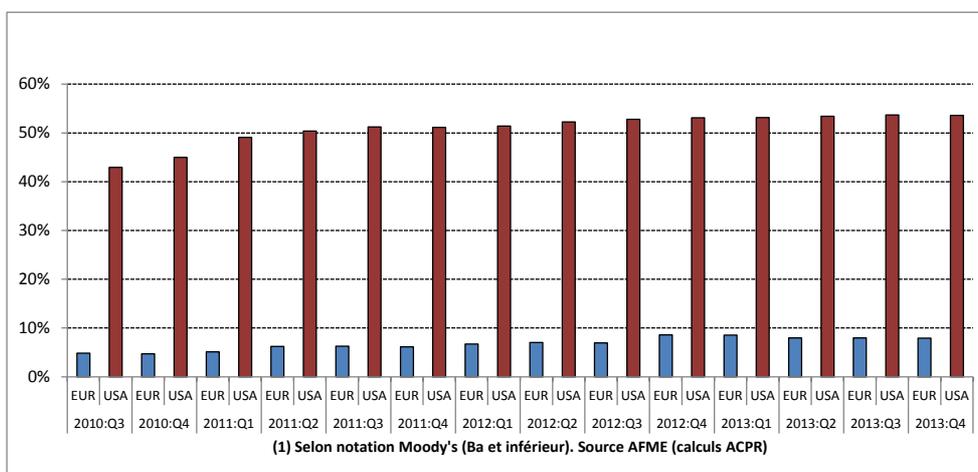


Les proportions sont encore plus significatives concernant les flux d'émissions proprement dits (Graphique 28) : le pourcentage de montants européens placés est certes en hausse depuis 2008 (avec un plancher de 4% en 2009) mais dépasse à peine les 40% depuis, même s'il est en augmentation régulière. Les montants placés dans les émissions américaines sont quant à eux stables, mais faibles (entre 25 et 30%). En termes de dynamique de marché, on constate néanmoins que les montants placés auprès d'investisseurs augmentent en Europe depuis le début de 2013, ce qui pourrait témoigner d'un début de retour à une situation normalisée. À partir du moment où seront levées les incertitudes réglementaires, le comportement du marché dépendra plus étroitement (et logiquement) des performances intrinsèques des sous-jacents attachés aux divers compartiments (immobilier résidentiel, taux de défaut et évolution des prêts à la consommation et aux entreprises, etc.).



L'effondrement du marché de la titrisation aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe après 2008 a causé une méfiance durable des acteurs (banques, investisseurs, autorités) vis-à-vis de cette activité, quelles qu'en soient les modalités. Il est pourtant nécessaire de bien comprendre que les pertes survenues sur les titres adossés à des actifs au plus fort de la crise financière n'ont pas grand-chose à voir avec la performance réelle des sous-jacents qui les constituaient⁷², même s'il faut moduler cette appréciation en fonction du type d'actifs et du pays d'origine concerné. S'il est indéniable que l'opacité de certains produits (retitrisations⁷³, CMBS) constitue un facteur de risque accru, la plupart des actifs issus de la titrisation européenne sont constitués de sous-jacents qui n'ont qu'un lointain rapport avec leurs homologues nord-américains en termes de qualité : plus de la moitié des ABS américains, tous types confondus, présentent aujourd'hui encore un risque élevé, contre moins de 10% en Europe en moyenne (Graphique 29).

Graphique 29
Actifs titrisés notés¹ « speculative grade »



Encadré 5 Retitrisation et titrisation synthétique, deux formes particulières de titrisation

1. La retitrisation

Parmi les causes de la méfiance suscitée par les produits titrisés depuis les revers qu'a connus ce marché en 2007-2008, le manque de transparence et la complexité des montages des actifs retitrisés figurent en bonne place. La 'retitrisation' désigne précisément la technique par laquelle un établissement émet des titres adossés à des actifs qui sont eux-mêmes constitués de tranches d'ABS ; la plupart de ces titres retitrisés sont regroupés au sein d'une catégorie généraliste appelée *Collateralised Debt Obligations* (titres adossés à des dettes), ou CDO, même s'il existe des CDO adossés uniquement à des actifs simples. On comprend intuitivement qu'il est plus difficile, pour un investisseur ou une agence de notation, voire pour l'émetteur lui-même, de distinguer clairement les caractéristiques (risque de défaut, rendement...) ou la provenance des différents sous-jacents qui composent de tels titres, en comparaison d'une opération classique. La plupart des célèbres crédits hypothécaires *subprimes* américains à l'origine de la crise de 2007 faisaient partie de montages intégrés dans des retitrisations. La méconnaissance du contenu d'un produit financier est en soi préjudiciable à une évaluation correcte de son prix, et, en cas de fuite de liquidités due à la méfiance des marchés, peut mener à la paralysie des échanges sur ces compartiments (ou à des ventes à pertes très défavorables pour les détenteurs de tels titres).

⁷² Voir ci-dessous, et graphiques 32 à 35.

⁷³ Voir encadré n°5 : « Retitrisation et titrisation synthétique ».

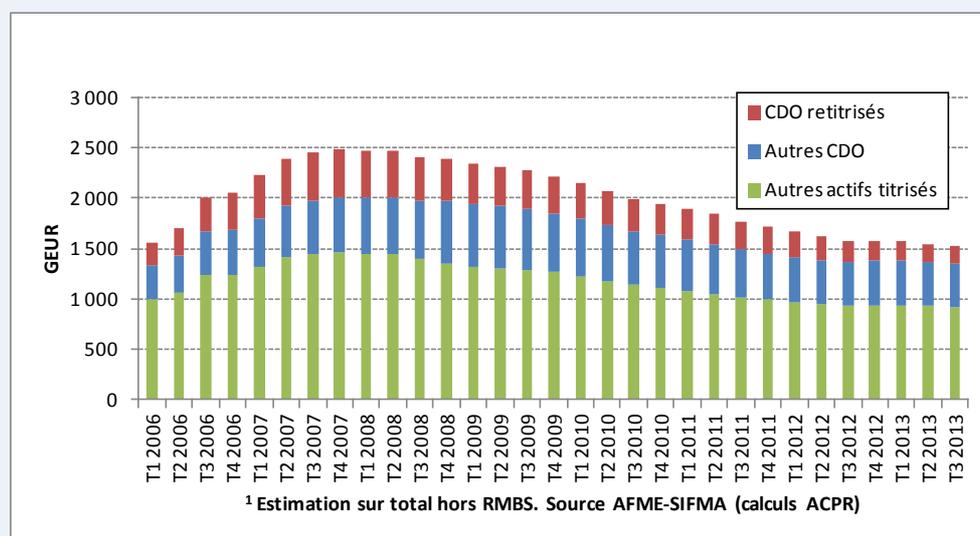
C'est pourquoi, depuis la mise en place du dispositif prudentiel dit de « Bâle 2,5 », fin 2011, la réglementation internationale a en moyenne multiplié par plus de deux les exigences de fonds propres auxquelles les établissements bancaires doivent satisfaire pour faire face au risque que constitue la détention de tels actifs. Ce resserrement des contraintes réglementaires quantitatives s'est accompagné de plus grandes exigences en matière de transparence et de publication.

On notera également que d'un point de vue économique, la retitrisation ne correspond pas au refinancement de prêts de la part de l'établissement émetteur mais à une pure opération d'ingénierie financière⁷⁴. Elle ne participe donc que de façon indirecte au financement de l'économie en assurant la liquidité des actifs.

En France, le poids de la retitrisation dans les positions déclarées des principaux établissements est en diminution depuis 2011 mais demeure conséquent, passant de 15% à 8% en juin 2013 pour un montant d'environ 10 milliards d'euros (voir Graphique 31 *infra*).

Aux États-Unis, où elle est plus fréquemment utilisée comme technique financière qu'en Europe, la retitrisation représente fin 2013 environ 10% des encours (hors RMBS), après avoir culminé à 20% en 2007 (Graphique 30)⁷⁵.

Graphique 30
Poids de la retitrisation¹ aux États-Unis



2. La titrisation synthétique

La titrisation synthétique⁷⁶ consiste à transférer le risque (et le rendement associé) lié aux prêts accordés par un établissement (ou aux actifs qu'il détient) à un investisseur sans transférer les actifs eux-mêmes⁷⁷ : ceux-ci sont conservés au bilan. Ce transfert de risque est effectué par l'intermédiaire de produits dérivés, qui ne sont autres qu'une forme de contrats d'assurance contre le risque de défaut. Comme dans le cas d'une titrisation classique, un véhicule financier joue le rôle d'intermédiaire, ici de fournisseur de protection (ou de vendeur de dérivé). Le véhicule couvre le risque sur les actifs de l'établissement dont il a « hérité » en

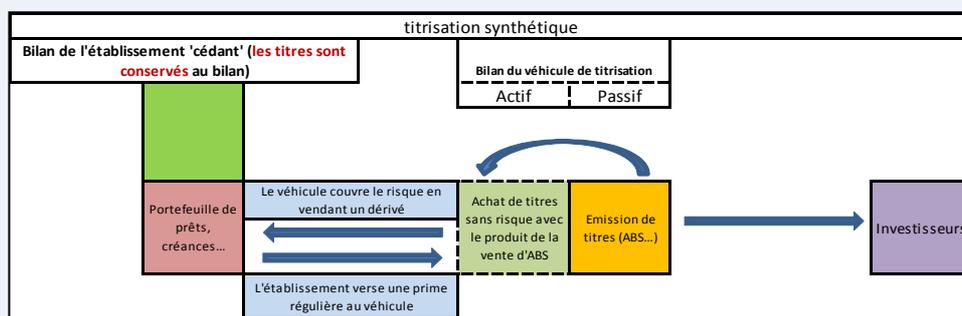
⁷⁴ Si d'un point de vue individuel, un établissement peut se refinancer par l'émission de titres retitrisés, au niveau du système bancaire par contre, l'octroi de prêts n'est pas un préalable à une opération de retitrisation. Un même portefeuille de créances peut ainsi servir de sous-jacent à toute une série de titres émis consécutivement (retitrisation de retitrisation, etc.).

⁷⁵ L'estimation qui est ici donnée tient compte de tous les CDO ayant eux-mêmes pour sous-jacents d'autres produits financiers issus de la titrisation, correspondant à la définition de la *structured finance* (finance structurée) donnée par l'AFME dans ses statistiques.

⁷⁶ D.Lautier et Y.Simon, dans leur ouvrage « Titrisation, analyse économique et financière » font remonter à 1998 la première opération de ce type.

⁷⁷ Arrêté du 20 février 2007, article 4.1, §m) et ma).

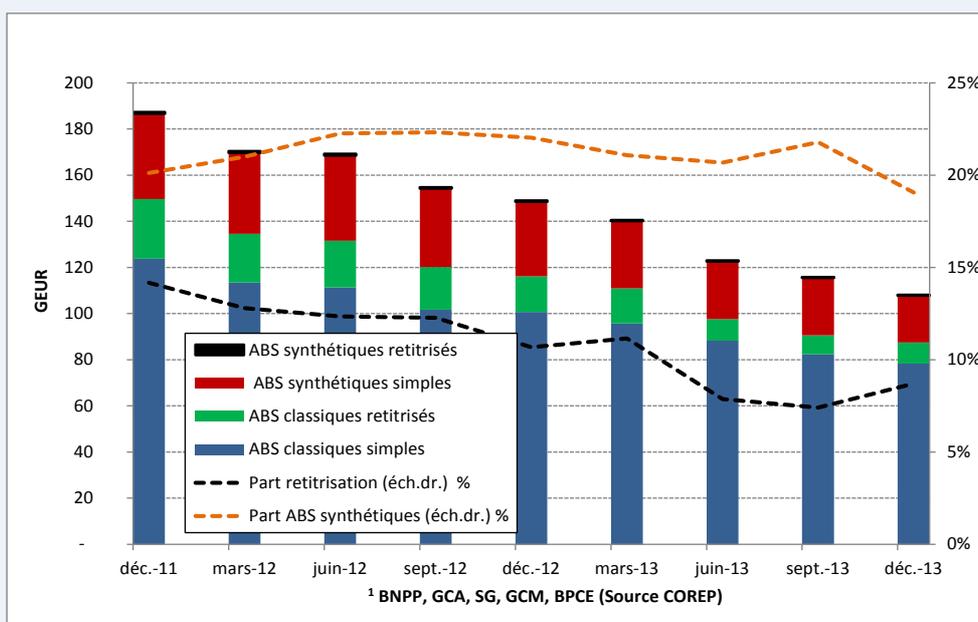
émittant des titres auprès d'investisseurs puis en conservant ou en utilisant le produit de la vente pour acheter des titres (en général sans risque, par exemple des titres d'État). Si un défaut survient sur les titres couverts, ce sont les investisseurs (et en partie le véhicule) qui assument les pertes, et non l'établissement originateur.



Même si, comme on l'a dit, les actifs ne sortent pas du bilan de l'établissement originateur, la titrisation synthétique présente pour eux le double avantage d'alléger leurs contraintes en matière d'exigences de fonds propres⁷⁸ et de leur permettre de gérer la composition de leur actif à moindre coût. À l'inverse, elle ne génère aucun apport de fonds et ne participe donc pas au processus de refinancement des établissements : « la titrisation synthétique dissocie le financement des créances et la couverture contre le risque de crédit » (D.Lautier et Y.Simon, *op.cit.*)

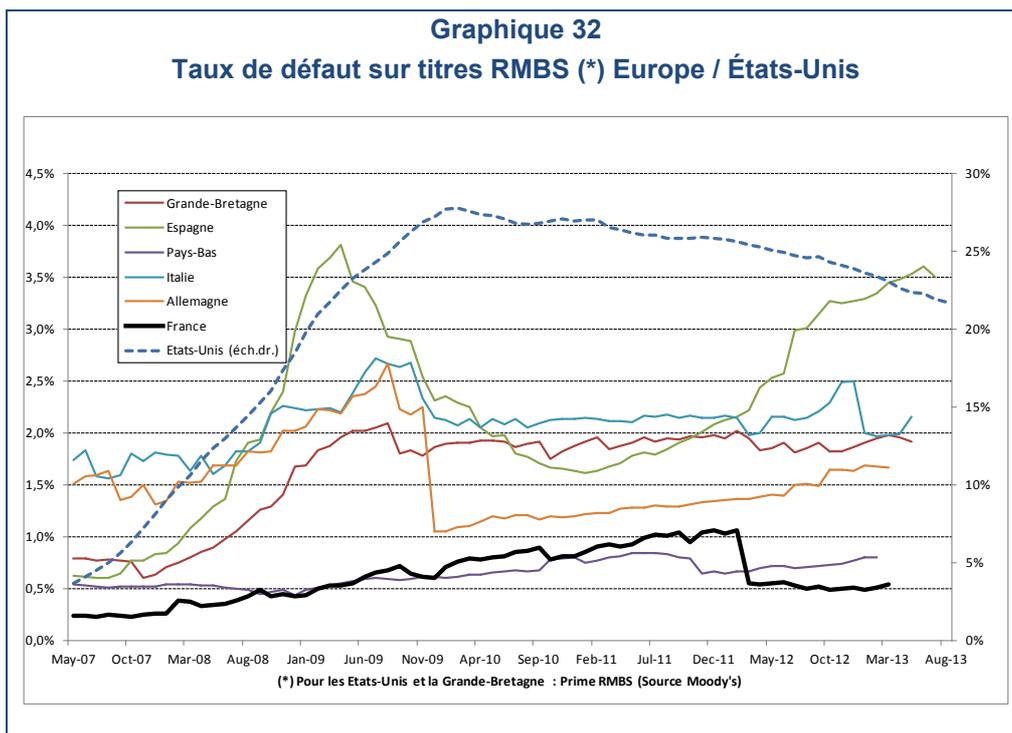
En France, la titrisation synthétique représente environ 20% du total des positions de titrisation des grands groupes bancaires. Celles-ci se composent pour deux tiers d'ABS simples, ni synthétiques, ni retitrés (voir Graphique 31ci-dessous. Les totaux sont légèrement différents de ceux du Graphique 20 compte tenu des ajustements de valeur).

Graphique 31
Positions de titrisation des grands groupes bancaires français¹



⁷⁸ Pas en termes de ratio de levier toutefois.

Compte tenu du poids des actifs adossés à des prêts immobiliers résidentiels (RMBS) dans les encours titrisés, que ce soit en Europe (58%) ou aux États-Unis (73% agences gouvernementales comprises, ou 20% hors agences), les taux de défaut et d'arriérés sur ce type de sous-jacents est un indicateur déterminant de la qualité des titres (Graphique 32). Nonobstant les écarts que l'on peut constater entre les différents pays européens émetteurs de RMBS, écarts causés par des situations macro-économiques différentes (économie dans son ensemble ou marché de l'immobilier en particulier) ou consécutifs à des problèmes liés au niveau de la dette de certains États (Espagne et Italie notamment), les défaillances à un an constatées sur les sous-jacents américains sont d'un niveau très supérieur à celui de leurs homologues européens depuis 2008 (plus de 20% encore aujourd'hui contre –au pire- 3 à 4% pour les prêts espagnols)⁷⁹.



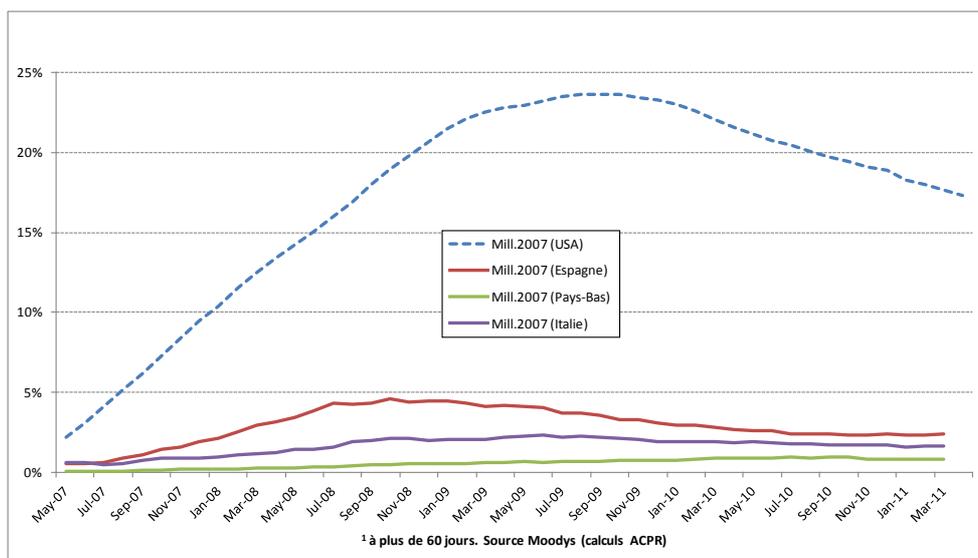
Les taux de défaut moyens sont calculés sur la base d'encours qui agrègent par définition des titres de différents « millésimes » (titres émis en 2006, en 2007, etc.). Une agence de notation⁸⁰ a calculé un taux de perte d'environ 2,2% (1,37% sur un stock remboursé de 60% des encours jusqu'en 2013) sur les ABS européens émis en 2007, toutes catégories confondues. On peut considérer les titres émis en 2007 comme probablement plus risqués que ceux émis ultérieurement, du fait du resserrement des conditions de crédit à l'immobilier qui ont suivi. La comparaison des performances des ABS émis durant cette année⁸¹ fournit donc une bonne mesure des écarts entre États-Unis et Europe et confirme que les actifs sous-jacents européens sont globalement de bien meilleure qualité (Graphique 33).

⁷⁹ L'une des faiblesses de la titrisation européenne relevée par les analystes étant précisément le caractère atomisé, non directement comparable, des différents marchés nationaux qui la composent.

⁸⁰ Standard and Poors, dans une étude parue en juin 2013 relative à des ABS notés par ses soins (« Transition Study : less than 1.5% of European Structured finance has defaulted since 2007 »).

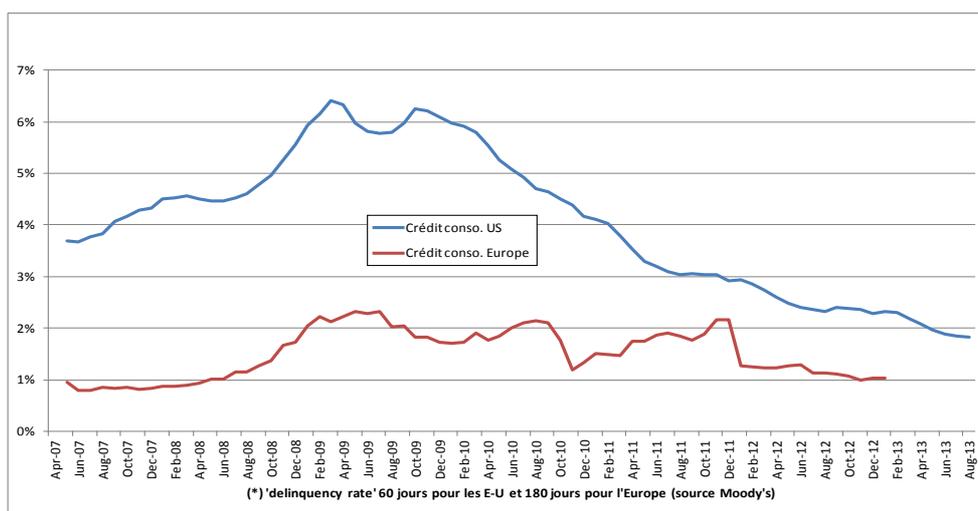
⁸¹ 36% de l'encours européen en 2007, et environ 12% aujourd'hui (source AFME).

Graphique 33
Taux d'impayés¹ sur RMBS aux États-Unis et en Europe



De la même façon, au sein du compartiment constitué par les crédits à la consommation et les cartes de crédit (découverts, crédits renouvelables...), qui représente environ 20% de la titrisation aux États-Unis⁸² (1280 milliards d'euros au 30 juin 2013) et un peu plus de 10% en Europe (210 milliards d'euros), les performances comparées des prêts sous-jacents, même si elles tendent à se rejoindre⁸³, sont nettement différentes des deux côtés de l'Atlantique (selon la période, entre le double et le quadruple en faveur de l'Europe, avec un écart minimal d'un point de pourcentage fin 2011 : voir Graphique 34).

Graphique 34
Taux de défaut (*) des ABS « crédit consommation » / « cartes de crédit »

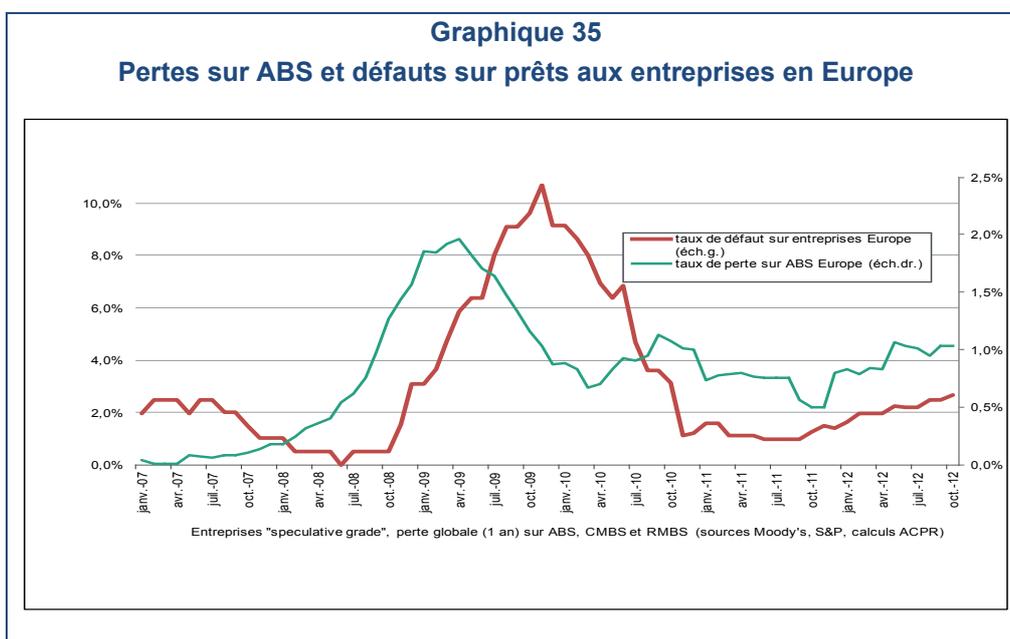


⁸² Mais plus de la moitié hors titres émis par les « agences » gouvernementales.

⁸³ Encore faut-il tenir compte du fait que le taux de défaut européen est ici mesuré sur une durée de 180 jours, contre 60 seulement aux États-Unis.

Si l'on fait abstraction de la comparaison entre Europe et États-Unis, les sous-jacents des ABS européens eux-mêmes ont obtenu depuis la crise de meilleurs résultats que les prêts à l'économie dans leur ensemble (Graphique 35). Cela découle logiquement de la plus grande sélectivité des émetteurs sur les portefeuilles d'actifs qu'ils titrisent et de la rétention des tranches les plus risquées à leurs bilans, mais aussi de l'étroitesse du marché de la titrisation européenne par rapport à la « base » que constituent les prêts à l'économie (voir une estimation avec le graphique « poids des encours titrisés sur les prêts aux ménages et aux entreprises »).

Il faut ici se garder d'une interprétation directe entre les taux de défaut sur les entreprises « speculative grade » et les taux de perte sur ABS, qui sont deux indicateurs différents, portant de surcroît sur des populations qui ne sont pas directement comparables (les ABS recouvrent les prêts aux entreprises, mais aussi sur l'immobilier résidentiel, commercial, les particuliers...); néanmoins, l'écart qui est ici relevé semble significatif.



Conclusion

La titrisation et le financement de l'économie

Contrairement au marché américain, le marché de la titrisation européenne ne s'est pas totalement effondré avec la crise financière de 2008, même s'il a connu depuis une certaine atonie. Derrière ce constat général on peut distinguer des causes internes à la titrisation (méfiance des investisseurs vis-à-vis de produits à la réputation opaque et risquée ; étroitesse de certains compartiments), mais aussi et surtout diverses causes exogènes : refinancement des banques auprès de la BCE entraînant le maintien d'une activité de production de collatéral, répercussion des crises souveraines sur les titres émis par les pays du sud de l'Europe ; impact négatif du plan de refinancement de la Banque d'Angleterre (BoE) au Royaume-Uni –Funding Lending Scheme (voir section 3 ci-dessus) ; concurrence des *covered bonds* en Europe ; durcissement probable des règles prudentielles ; enfin, le plus important, incertitudes sur les performances des prêts sous-jacents, qui constituent *in fine* le critère à l'aune duquel sont jugées la rentabilité et la qualité des ABS.

Certains compartiments du marché primaire européen n'ont jamais cessé d'être actifs depuis 2008 : les RMBS des pays du nord (Pays-Bas, Grande-Bretagne) et les ABS « auto » dans certains pays, en sont les deux secteurs les plus représentatifs. Mais ce qui fait précisément le dynamisme (ou plus modestement, leur attractivité) de ces compartiments (leur étroitesse par rapport à l'ensemble des secteurs de l'économie qu'ils représentent) et la grande sélectivité des actifs, adossée dans le cas des RMBS à un marché protégé par des garanties publiques ou para-publiques) contraint leur développement. En termes de volumes émis, le plus bas atteint en 2013⁸⁴ correspond à une situation économique déprimée et, au moins dans certains cas (le FLS de la BoE : voir section 3 ci-dessus), coïncide avec des mesures qui n'incitent pas à la reprise d'une activité de titrisation. Mais il est par contre très probable que les volumes bruts d'émissions connaissent un accroissement en 2014, notamment sur les marchés relativement dynamiques que sont les RMBS et les ABS « auto », avec le retour des pays du sud de l'Europe à une situation plus normalisée. Selon certaines analyses, l'émergence des émissions de CLO européens courant 2013 pourrait également se confirmer⁸⁵. Contrairement aux États-Unis, où elle est plus ancrée dans le paysage financier (encore faut-il tenir compte du poids prépondérant des agences gouvernementales), la titrisation européenne ne représente encore qu'une modeste fraction des prêts à l'économie réelle (ménages et entreprises⁸⁶) : il existe donc un fort potentiel de croissance pour cette activité⁸⁷.

Exprimant le point de vue de la profession, l'AFME met en avant plusieurs arguments en faveur de la titrisation tels que la création de collatéral, l'appétit des investisseurs et la source de liquidités que représente l'émission de titres. Elle estime à 200 à 300 GEUR le potentiel d'extension de la titrisation en Europe, ce qui représenterait à terme une augmentation de 10 à 20% des volumes à mi-2013.

⁸⁴ 120 à 140 GEUR d'émissions en 2013 (novembre), contre près de 230 en 2012, soit -40% au minimum.

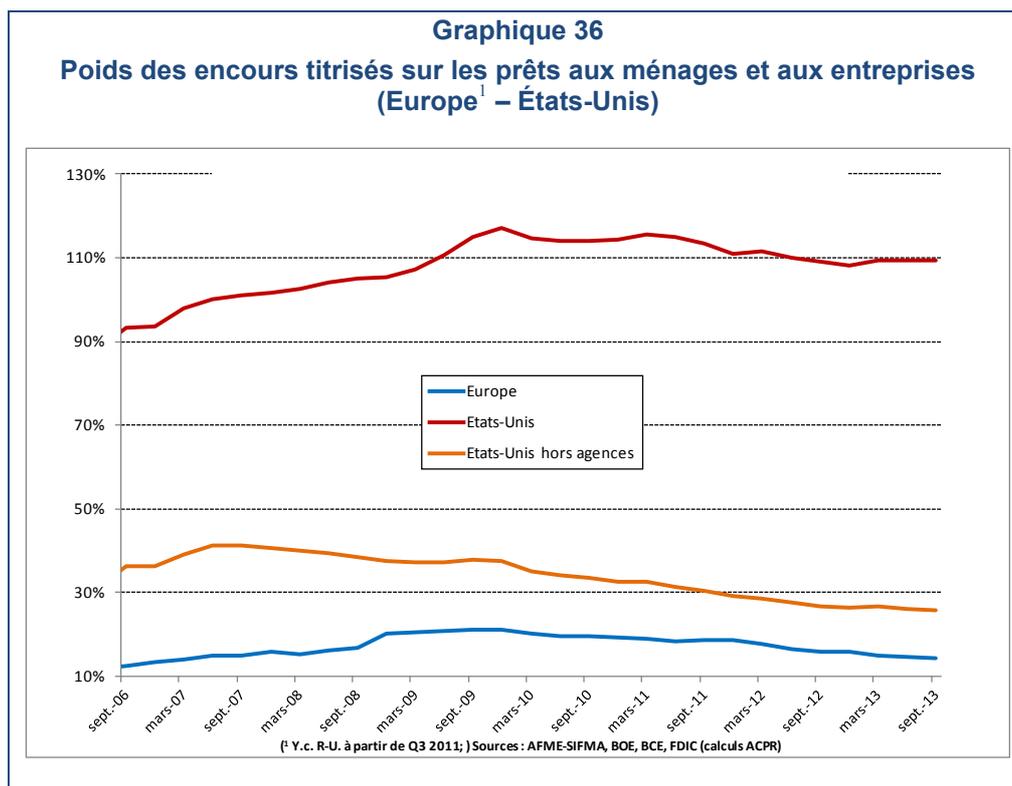
⁸⁵ Voir « perspectives 2014 », Natixis, 17/12/2013.

⁸⁶ Voir les graphiques 36 et 37.

⁸⁷ Il convient de surcroît de noter que la future mise en place, par la Commission européenne, d'une réglementation sur les plans de sauvetage bancaires (*bail-in*), pourrait favoriser indirectement la titrisation : pour éviter au contribuable d'avoir à renflouer les établissements bancaires en cas de graves difficultés, la Commission envisage en effet de faire supporter une partie des pertes aux détenteurs de dette non sécurisée ; par ricochet, la dette sécurisée, y compris par des titres adossés à des actifs, serait épargnée par de telles mesures et pourrait constituer une incitation à la titrisation, mais aussi à l'émission d'obligations sécurisées.

Ce qui rend la titrisation intéressante du point de vue des investisseurs attirés par le risque (une forte rentabilité due à l'effet de levier du « tranchage », associée à une plus grande probabilité de défaut) la rend plus opaque et donc risquée d'un point de vue systémique, sans oublier les marges que les émetteurs sont jusqu'ici contraints de restreindre pour rendre leurs placements plus attractifs. Il convient de rappeler que la bonne performance des actifs titrisés durant la crise a été associée à un recul des émissions durant cette période, en raison de la reconnaissance d'une plus grande sélectivité du crédit par les banques. Toutefois, les actifs titrisés, s'ils sont sélectionnés et inclus dans des ABS transparents, sont moins défaillants que la moyenne des prêts, précisément parce qu'ils ont été « triés ». Un raisonnement similaire peut être tenu s'agissant de la retitrisation : la méfiance vis-à-vis de cette technique tient plus à son caractère opaque qu'au risque porté par les actifs sous-jacents, souvent de très bonne qualité en Europe⁸⁸. De plus, si l'allègement du bilan est un argument à prendre en considération, la rétention de risques significatifs pour rassurer les investisseurs réduit le transfert de risque des banques vers les investisseurs, qui est l'un des rôles assignés à la titrisation. Cela pose à nouveau la question de la meilleure allocation des risques dans l'économie.

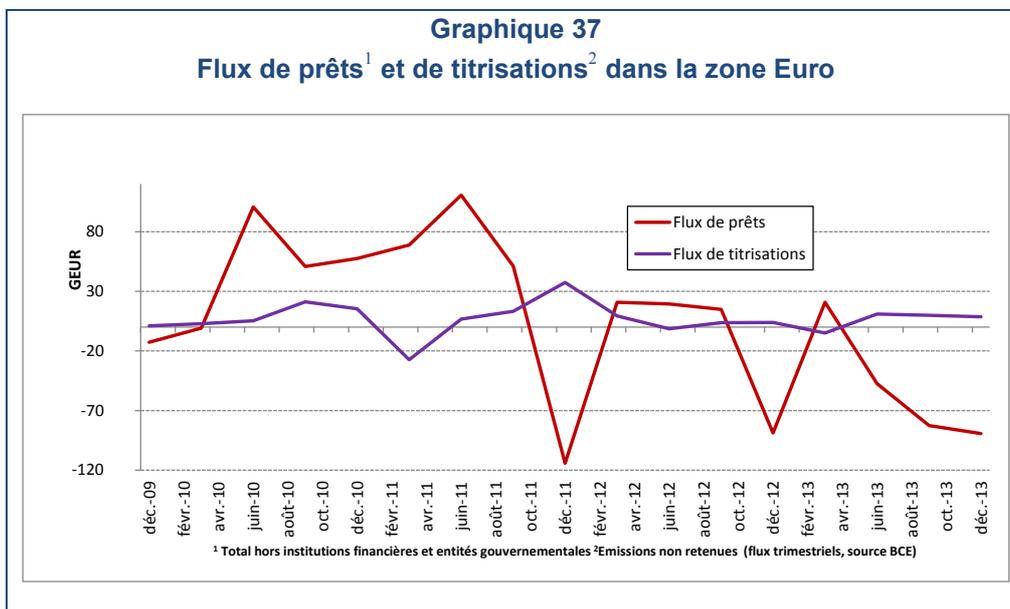
Contrairement aux États-Unis, où l'utilisation de cet outil est plus ancrée, en Europe la titrisation n'a qu'un faible lien avec le volume des prêts accordés par les banques au secteur privé non financier (Graphique 36). Il est vrai qu'elle représente une part notable dans le financement des prêts immobiliers résidentiels (et plus marginalement commerciaux) de certains États européens (Espagne, Royaume-Uni), mais on est loin du niveau atteint aux États-Unis en 2007 et il semble que, jusqu'à présent, en Europe, la titrisation a accompagné la reprise économique et la hausse de la demande de prêts plus qu'elle ne les a impulsés.



L'exception que constituent les RMBS (néanmoins concurrencés par les obligations sécurisées) confirme la règle d'une titrisation européenne compartimentée, qui présente certes une gamme de produits parfois recherchés des investisseurs, mais dans la mesure précisément où les volumes en cause demeurent marginaux.

⁸⁸ Aux États-Unis, où elle est plus pratiquée, la retitrisation représente 11 à 20% du total des encours selon les années (voir encadré n°5).

Certes la titrisation apparaît comme un instrument utile pour offrir les garanties nécessaires pour la mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles en période de crise et la fourniture de liquidités à des taux bas. Cependant, les économistes soulignent aussi qu'en situation de sortie de crise le renouveau du marché de la titrisation suppose l'existence de marges suffisantes sur les titres sous-jacents, donc de taux d'intérêt plus élevés.



Un ajustement des contraintes réglementaires pour ne pas défavoriser les produits transparents sur des sous-jacents de bonne qualité en les dissociant clairement des produits plus élaborés (donc risqués)⁸⁹ pourrait ainsi se justifier.

Il est difficile de constater un lien de causalité direct entre l'octroi de prêts à l'économie et la situation du marché de la titrisation (graphique 37). La diminution des prêts à l'économie réelle que l'on constate depuis 2012⁹⁰ ne semble pas corrélée à un fléchissement de l'activité de titrisation en Europe. En revanche, un recours accru à la titrisation pourrait contribuer à dynamiser l'offre de crédit à l'économie réelle en allégeant le poids de ces prêts sur les bilans comptable et prudentiel des établissements.

⁸⁹ Cette logique est d'ailleurs celle de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) qui dans son rapport publié le 19 décembre 2013 propose d'introduire un traitement prudentiel plus granulaire des titrisations dans le secteur des assurances : en lieu et place d'un traitement uniforme, l'AEAPP recommande l'introduction d'une échelle d'exigences en fonds propres allant de 1 à 3 selon les produits en fonction de critères basés sur leur niveau de risque et de transparence.

⁹⁰ -230 milliards d'euros de prêts accordés aux sociétés non financières et aux ménages dans la Zone Euro de mars 2012 à décembre 2013 selon la BCE.

Glossaire

ABCP: Asset-Backed Commercial Paper.

ABS (Asset-Backed Security): un des compartiments composant les titres adossés à des actifs, avec les MBS, les CDO et les ABCP. Désigne souvent par extension l'ensemble des titres adossés à des actifs, ou au contraire un de ses sous-ensembles (les *ABS auto*, etc.).

AFME: Association for Financial Markets in Europe.

BCE : Banque Centrale Européenne

BOE: Bank Of England

CBPP: Covered Bonds Purchase Program (de la BCE).

CDO: Collateralized Debt Obligation, **CLO:** Collateralized Loan Obligation.

(C/R)MBS: (Commercial/Residential) Mortgage-Backed Security.

ECBC: European Covered Bond Council.

FCT : Fonds Commun de Titrisation.

FLS: Funding Lending Scheme (initié par la Bank Of England en 2012).

ILS: Insurance-Linked Security.

LTRO/MLTRO: (Very) Long-Term Refinancing Operation (de la BCE).

PCS : Prime Collateralised Securities (Label de la profession lancé en 2012).

SIV: Special Investment Vehicle, **SPV:** Special Purpose Vehicle.

Spreads : Écarts (de rendement).

Références

- Direction Générale des Opérations de la Banque de France, « Le marché de la titrisation (planche périodique réalisée par la Banque de France).
- O. Birouk, F. Darves (2013), « La titrisation en France : évolutions récentes » Banque de France, *Bulletin Trimestriel*, N°194, 4^e trimestre.
- O. Birouk, L.Cassan (2012), « La titrisation en France » Banque de France, *Bulletin Trimestriel*, N° 190, 4^e trimestre.
- Natixis, « ABS et CDO : perspectives 2012 » (16/12/2011), « Perspectives 2013 » (14/12/2012) et « perspectives 2014 » (17/12/2013).
- Standards and Poors, «European securitization could fund more lending, if the regulatory stance softens», « Rating direct » (22/10/2013)
- Royal Bank of Scotland (2013), «European asset backed market 2013 outlook» (7/01/2013).
- Natixis (2012), «Covered bonds outlook» (novembre 2012).
- G.Gorton et A.Metrick (2011), «Securitization», National Bureau of Economic Research (décembre 2012).
- Banque Centrale Européenne (2011), «Recent developments in securitization» (février 2011).
- Banque Centrale Européenne (2013), « Réactivation du marché européen des ABS : les défis et les solutions envisageables » (Bulletin mensuel de la BCE, septembre 2013).
- Banque des Règlements Internationaux (2007), « Le marché des obligations sécurisées » (Revue trimestrielle de la BRI, septembre 2007).
- R.Chaudron (2007), « How to capture securitisation and structured debt instruments » (Banque Nationale des Pays-Bas, 2007).
- Banque des Règlements Internationaux (2009), « The future of securitisation: how to align incentives ? » (Revue trimestrielle de la BRI, septembre 2009).
- D.Lautier et Y.Simon (2009), « Titrisation : analyse économique et financière» (« Ingénierie financière, fiscale et juridique », édition 2009).
- Comité sur le système financier mondial (2013), « Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets » (CGFS papers n°49, Banque des Règlements Internationaux, mai 2013).
- Association For Financial Markets in Europe (2012), « The economic benefits of high quality securitisation to the EU economy » (AFME, novembre 2012).

Annexe 1

Les différentes initiatives destinées à relancer la titrisation ⁹¹

Dans un contexte économique déprimé, la titrisation est apparue à certains acteurs comme une possible solution aux difficultés du système bancaire à trouver des sources de refinancement bancaire et une réponse à la pénurie des titres pouvant servir de garantie. Les principales initiatives visant à relancer l'activité de la titrisation ont en commun d'insister sur la nécessité pour les originateurs de retrouver la confiance des investisseurs en émettant des titres simples, transparents et standardisés. Ces initiatives visent autant à créer des titres qui seront ensuite utilisés comme garanties pour d'autres transactions financières qu'à faciliter plus directement le financement de l'économie (ménages, petites et moyennes entreprises) en « désenclavant » les marchés nationaux européens. On peut à cet égard distinguer les initiatives publiques, au niveau national ou européen, et les initiatives de nature privée, plus ou moins symboliques, émanant d'associations professionnelles ou d'acteurs du marché :

1. Les principales initiatives publiques.

1.1. Les autorités européennes :

- La BCE envisage à moyen terme de mettre en place un dispositif d'aide au financement des PME, en partenariat avec la Banque Européenne d'Investissement, qui pourrait acheter directement les sous-jacents ou les garantir (en tant que rehausseur de crédit) ; ce dispositif constituerait une amplification des mesures d'ouverture d'opérations de refinancement aux titres adossés à des prêts aux PME mises en place depuis 2012 par la BCE et sept banques centrales de l'Eurosystème ⁹². La Banque Centrale Européenne travaille également à la mise en place d'un programme de rachat d'ABS « simples, réels et transparents » pour faciliter le financement des PME en Europe ⁹³.
- Parallèlement à cette réflexion, la BCE a concrètement assoupli ses critères de prise en compte du collatéral en garantie de ses opérations de refinancements ⁹⁴, cet assouplissement étant assorti d'une obligation de documentation (voir encadré « BCE et collatéraux »). Le message ⁹⁵ du président de la BCE plaide clairement en faveur d'un assouplissement des règles prudentielles applicables à la titrisation à niveau de « risques, de notations et de maturité » comparables à d'autres types de titres.
- En janvier 2013, l'Autorité Bancaire Européenne et le Comité de Bâle se sont accordés sur l'admission sous conditions des RMBS au numérateur du ratio de liquidité à court terme (Liquidity Coverage Ratio) mis en place en 2014 ⁹⁶, offrant

⁹¹ Annexe rédigée en collaboration avec Clément Royo (Direction du Contrôle de l'ACPR)

⁹² Voir également sur ce point le commentaire d'Yves Mersch (membre du Bureau exécutif de la BCE) lors d'un séminaire à Munich (13/1/2014) : « *However, it is also possible to indirectly facilitate SME's access to the capital market. That would require a revitalization of the securitisation market that has virtually dried up in Europe. The reputation of asset-backed securities has been bad ever since the problems with mortgage-backed securities in the United States. However, there were hardly any defaults on securitizations in Europe.(...) That should be acknowledged by the regulatory authorities who should adjust and harmonize the equity capital requirements accordingly. (...) Robust European securitisation platforms could provide a sensible complement to bank-based financing.* »

⁹³ Selon les termes du Président de la BCE lors de la conférence de presse du 5 juin 2014 : « *(...) the ideal ABS we are looking (...) should have three features. It should be simple, so no complex CDOs, cubes or squares. It should be real, so ABS based on real loans, not based on derivatives. And it should be transparent, namely there should be information available for ABS underwriters, whoever trades the ABS. They should understand what they trade, what they are trading on.* »

⁹⁴ Cette mesure constitue un nouvel encouragement au développement d'une activité qui n'a jamais constitué, en Europe, un outil de refinancement aussi développé qu'il peut l'être aux États-Unis.

⁹⁵ Lors de son audition par les eurodéputés le 8 juillet 2013.

⁹⁶ Pour l'Union Européenne, voir le Règlement UE 575/2013 du 26 juin 2013 (« Capital Requirements Regulation »), notamment en son article 416.

ainsi un débouché⁹⁷ potentiel important aux titrisations d'actifs immobiliers résidentiels .

1.2. Les autorités nationales :

- En septembre 2013, les Pays-Bas ont créé une banque hypothécaire (l'Agence Nationale de Garantie hypothécaire, ou *Nationale Hypotheek Instelling*) qui émettra, via un véhicule de titrisation, des obligations hypothécaires garanties par la NHG (Nationale Hypotheek Garantie, la garantie d'État), pour un montant d'environ 50 GEUR⁹⁸ . Les prêts immobiliers sous-jacents étant déjà garantis par la NHG, cette double sécurité vise également à soutenir un marché immobilier néerlandais déprimé. La NHG a par ailleurs annoncé un renforcement et une simplification de ses critères de garantie pour le 1^{er} janvier 2014.

- La Banque de France a soutenu et conduit la mise en œuvre en avril 2014 d'un véhicule de titrisation de place baptisé ESNI (pour *Euro Secured Notes Issuer*), avec pour objectif l'augmentation du collatéral disponible auprès de la BCE mais aussi d'investisseurs structurels comme les assurances. Le véhicule est porté par de grands établissements de la place, qui disposent chacun d'un compartiment dédié au sein de la structure. L'ESNI opère via l'émission de titres non « tranchés » (pour faciliter une lecture transparente de leur contenu), avec une documentation standardisée et comme sous-jacents les seules créances acceptées par l'Eurosystème. La Banque de France, qui coordonne le dispositif, pourrait noter elle-même les prochains titres émis (l'existence de cette structure devrait permettre une plus grande indépendance des opérations de titrisation vis-à-vis des agences de notation dans la mesure où les créances sous-jacentes correspondent à des contreparties cotées par la Banque de France agissant en tant qu'Organisme Externe d'Évaluation du Crédit). Juridiquement, le véhicule de place a pris la forme d'une société anonyme de titrisation disposant d'un compartiment dédié par établissement bancaire, qui émet des obligations, lesquelles peuvent être échangées sur un marché soit réglementé, soit de gré à gré. Les actifs servant de collatéral aux premières émissions sont des crédits aux entreprises d'une maturité allant jusqu'à trois ans. Les crédits aux PME sont particulièrement visés, afin de favoriser la transmission de la politique monétaire à la sphère de l'économie réelle. Dans le cadre de ces premières émissions, les créances sont conservées au bilan des établissements et les titres émis ne sont pas éligibles au refinancement de la Banque Centrale Européenne.

2. Les principales initiatives privées.

2.1. Le label européen PCS.

Fin 2012, l'association professionnelle *Prime Collateralised Securities Europe* a lancé le standard du même nom pour promouvoir une titrisation simple et transparente auprès des investisseurs potentiels. Seules les classes d'actifs ayant montré de bonnes performances (en termes de défaut) et destinées au financement de l'économie y sont éligibles. Les prêts « retitrisés » et les CMBS en sont donc exclus. D'après les chiffres fournis par l'association, à fin 2012, sur un encours d'ABS européens d'environ 1700 GEUR, environ 950 seraient théoriquement éligibles à la labellisation, soit un peu moins de 57%. Son utilisation n'a pas pour autant entraîné de véritable décollage sur l'activité des différents compartiments du marché européen jusqu'ici. Selon ses promoteurs, le label a pour but d'attirer de nouveaux investisseurs et d'encourager, mais à terme, l'utilisation de la titrisation⁹⁹ .

⁹⁷ Pour donner un ordre de grandeur, les encours cumulés de RMBS et d'obligations sécurisées émis en France totalisaient environ 230 GEUR fin 2012, et les prêts immobiliers accordés par le secteur bancaire, environ 800 GEUR (sources ECBC, FINREP).

⁹⁸ Un sixième environ de l'encours de prêts titrisés par des véhicules financiers (FVC) néerlandais déclarés à la BCE au 30/09/2013.

⁹⁹ Fin mai 2014, l'organisme PCS a publiquement envisagé une évolution de ses règles de labellisation à la suite de l'opération de titrisation de prêts immobiliers aux particuliers conclue par le Crédit Foncier de France (CFF), filiale du groupe BPCE. Cette opération, lancée le 16 mai 2014 et largement

De son côté, le *CREFC (Commercial Real Estate Finance Council)* Europe a créé son propre label sur les *CMBS* (immobilier commercial) en novembre 2012.

2.2. La création d'indicateurs de marché

L'agence de notation Fitch a créé courant 2013 deux indicateurs de marché devant permettre, selon elle, de faciliter la comparaison entre risques de différents sous-jacents de portefeuilles titrisés. Il s'agit d'un équivalent de la perte attendue sur les portefeuilles sous-jacent (hors prise en compte des mécanismes de garantie), et d'un ratio mesurant le degré de couverture des pertes attendues par les protections sur le portefeuille.

2.3. Le projet RESTART

Lancé dans le domaine de l'immobilier résidentiel par l'American Securitisation Forum en février 2008, le projet *RESTART* (pour *Residential Securitization Transparency and Reporting*) a pour objectif « *d'améliorer le processus de titrisation en mettant au point et valorisant des techniques et processus standardisés acceptés et utilisés par tous dans les domaines de la transparence, de l'exécution des paiements et de la gestion du risque. Il permettra une meilleure répartition des risques entre émetteurs et investisseurs en fournissant à ceux-ci une protection accrue en comparaison de ce qui existait avant la crise [de 2007].* » L'idée conductrice du projet est de collecter auprès des émetteurs nord-américains des informations sur les sous-jacents des titres émis et de mettre à disposition des agences de notation une base de données en amont du processus.

souscrite, portait sur un montant de prêts d'environ 900 MEUR servant de sous-jacents au premier RMBS français placé publiquement depuis 1995 auprès de gestionnaires d'actifs et de banques essentiellement situés en Europe (hors de France). Elle a été structurée pour être comptablement et prudemment déconsolidante pour le CFF. Le fait qu'une partie des prêts soient des crédits cautionnés (et non hypothécaires) a empêché la labellisation « PCS » du RMBS.

Annexe 2

Une estimation des volumes de titrisation européens 2013-2019

Le taux d'amortissement moyen des titrisations émises en Europe depuis 2000 est de 20%¹⁰⁰, ce qui signifie qu'en moyenne, les titres émis une année donnée (millésime) seront parvenus à maturité au bout de cinq ans. Sur cette base, et en extrapolant à partir de quatre scénarios possibles d'évolution du marché sur le Vieux Continent, on peut estimer grossièrement les volumes d'encours de la titrisation européenne à une échéance de six ans (Graphique 38).

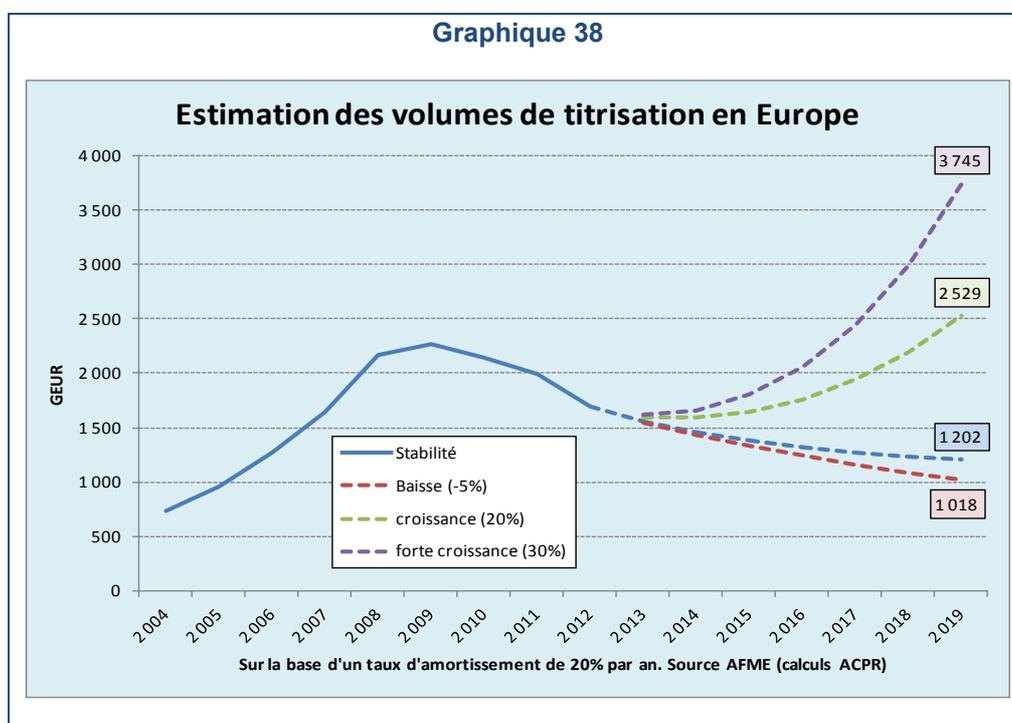
- **Scénario 1** : reconduction chaque année des volumes émis en 2012. Du fait de « l'inertie » des gros montants émis avant 2009 venant à échéance après 2012, ce scénario se traduit par une diminution des encours de 30% environ sur la période.

- **Scénario 2** : diminution des émissions au rythme annuel de 5%. C'est le scénario le plus pessimiste, qui se réalise sur l'année 2013. Selon ce scénario, l'encours calculé sur 2019 dépasserait à peine les 1000 milliards d'euros, soit -40% par rapport à 2012 et -55% par rapport au pic de 2009.

- **Scénario 3** : augmentation conséquente des émissions (+20% par an) sur la période. Cette estimation est modérée par rapport à la croissance enregistrée sur les années 2004-2008 (+40% par an). Malgré la mauvaise performance de l'année 2013, elle semble néanmoins encore constituer l'hypothèse la plus raisonnable pour les années à venir, en raison du faible niveau actuel des encours et des divers facteurs potentiels de croissance de la titrisation en Europe évoqués dans la conclusion. Selon ce scénario, les volumes retrouveraient en 2018-2019 leur plus haut de 2009.

- **Scénario 4** : forte croissance des émissions (+30% par an), en deçà néanmoins du taux de croissance de 2004-2008. Dans cette hypothèse, les volumes titrisés en Europe atteindraient leurs plus hauts dès 2016-2017, sans pour autant représenter une grande proportion des prêts à l'économie.

Graphique 38



¹⁰⁰ Calcul réalisé à l'aide des matrices de millésimes fournies par l'AFME jusqu'en 2012. Le tableau ne distingue malheureusement pas entre les différents types de titres.

Index des graphiques

GRAPHIQUE 1 : Émissions en proportion des encours de titrisation	8
GRAPHIQUE 2 : Émissions de titrisation et encours LTRO de la BCE	9
GRAPHIQUE 3 : Actifs titrisés et obligations sécurisées remis en garantie auprès de l'Eurosystème	10
GRAPHIQUE 4 : Encours de prêts titrisés détenus par des véhicules de titrisation	10
GRAPHIQUE 5 : Emissions de titres adossés à des actifs	13
GRAPHIQUE 6 : Encours de produits titrisés Europe / Etats-Unis	13
GRAPHIQUE 7 : Emissions trimestrielles d'ABS en Europe et aux Etats-Unis selon le sous-jacent	14
GRAPHIQUE 8 : Émissions de titrisations en Europe par catégorie et pays	15
GRAPHIQUE 9 : Émissions de titrisations en Europe et aux États-Unis	16
GRAPHIQUE 10 : Origine géographique des émissions d'ABS en Europe	17
GRAPHIQUE 11 : Spreads et émissions d'ABS européens	18
GRAPHIQUE 12 : Ecart de rendement sur principaux compartiments d'ABS européens	19
GRAPHIQUE 13 : Encours d'ABS émis en Europe, par type d'actifs sous-jacents	20
GRAPHIQUE 14 : Durée de vie moyenne selon la catégorie de titres émis en Europe	21
GRAPHIQUE 15 : Encours d'ABS européens, selon pays émetteur et type	22
GRAPHIQUE 16 : Stocks de titrisation et d'obligations sécurisées en Europe	23
GRAPHIQUE 17 : Emissions de titrisations et obligations sécurisées en Europe	24
GRAPHIQUE 18 : Montant d'obligations sécurisées en Europe	25
GRAPHIQUE 19 : Émissions d'obligations sécurisées selon le type de collatéral	25
GRAPHIQUE 20 : Expositions de titrisation des grands groupes bancaires français	26
GRAPHIQUE 21 : Qualité des expositions de titrisations des grands groupes français	27
GRAPHIQUE 22 : Expositions sur actifs sensibles des grands groupes bancaires français	28
GRAPHIQUE 23 : Poids des expositions de titrisation des principaux établissements européens	28
GRAPHIQUE 24 : Prêts titrisés détenus par les principaux SPV européens	29
GRAPHIQUE 25 : Prêts titrisés par les établissements de crédit européens	30
GRAPHIQUE 26 : Encours titrisés en proportion du total d'actifs du système bancaire	31

GRAPHIQUE 27 : Stock de titrisations émises en Europe	32
GRAPHIQUE 28 : Émissions d'ABS en Europe et aux États-Unis selon le type d'opération	32
GRAPHIQUE 29 : Actifs titrisés notés « spéculative grade »	33
GRAPHIQUE 30 : Poids de la retitrisation aux États-Unis	34
GRAPHIQUE 31 : Positions de titrisation des grands groupes bancaires français	35
GRAPHIQUE 32 : Taux de défaut sur titres RMBS Europe / États-Unis	36
GRAPHIQUE 33 : Taux d'impayés sur RMBS aux États-Unis et en Europe	37
GRAPHIQUE 34 : Taux de défaut des ABS « crédit consommation » / « cartes de crédit »	37
GRAPHIQUE 35 : Pertes sur ABS et défauts sur prêts aux entreprises en Europe	38
GRAPHIQUE 36 : Poids des encours titrisés sur les prêts aux ménages et aux entreprises (Europe – États-Unis)	40
GRAPHIQUE 37 : Flux de prêts et de titrisations dans la zone Euro	41
GRAPHIQUE 38 : Estimation des volumes de titrisation en Europe	47



61, rue Taitbout
75009 Paris
Téléphone : 01 49 95 40 00
Télécopie : 01 49 95 40 48
Site internet : www.acpr.banque-france.fr