



Université de Delly Ibrahim Alger
Faculté des Sciences Economiques et des
Sciences de Gestion

La Titrisation :
Concept, mécanisme et pratique
Algérienne

Mémoire de Magister en Sciences Economiques Option : Planification

Elaboré et soutenu par

Mme Ghania BOUKMOUCHE

Membres du Jury :

Mr MESSAR Moncef : Maitre de conférences, Président

Mr BOUDJEMA Rachid : Maitre de conférences, rapporteur

Mr MEZAACHE Ali : Maitre de conférences, Membre

Mr DEBBOUB Yousef : Maitre de conférences, Membre

Mr KERNANE Abdelhamid : Maitre de conférences, Membre

Juin 2011

Introduction

De nos jours, le financement du logement a connu à travers le monde, des techniques diverses dont certaines présentent un degré de sophistication élevé tel que le recours à la « titrisation ».

C'est dans un contexte de développement du système de financement du logement aux Etats-Unis que la titrisation s'est développée et a conquis la plupart des banques et ensuite les entreprises en leur permettant de gagner en liquidités, de réduire leur risque et d'augmenter leur rendement.

Ainsi, les premières opérations de titrisation ont été réalisées aux Etats-Unis dans les années soixante-dix. Pendant plusieurs années, ces dernières n'ont concerné que les seuls crédits immobiliers. Depuis cette date, le champ de la titrisation n'a cessé de s'étendre à d'autres titres tels que : les créances sur prêts automobiles, les créances sur cartes de crédit, les prêts à la consommation, etc. Son succès aux Etats-Unis puis au Royaume-Uni a incité d'autres pays à l'adopter à savoir : l'Allemagne, la France, et bien d'autres pays.

D'une manière générale, la titrisation porte sur les crédits octroyés par les banques à des particuliers en vue de financer un investissement donné.

Nous pouvons définir la titrisation comme étant une opération qui permette aux banques et aux entreprises à regrouper des créances de même nature en un bloc et à céder ce bloc à une structure ad hoc (SAH) ou Fonds Commun de Créances (FCC). La SAH émet des titres négociables contre ce bloc de créances qui s'en sert comme garanties. Le paiement des intérêts et du principal sur ces titres est directement lié aux flux financiers générés par ladite structure. Ainsi, la titrisation permet aux banques de mieux gérer leur actif et de rendre liquides les créances qui, jusque là, posaient un problème, du fait de leur immobilisation et de leur charge en fonds propres.

Dans un contexte du respect des règles prudentielles, la titrisation est considérée comme étant l'un des moyens pour réduire les besoins des banques en fonds propres et améliorer leur rentabilité dans le respect du ratio Cooke¹.

¹L'accord de Bâle de 1988 impose aux banques une détention minimale de fonds propres d'un niveau équivalent à 8% au moins du total de leurs actifs pondérés en fonction des risques. Ce rapport est appelé le Ratio Cooke.

En effet, les banques réalisent que la contrainte du ratio Cooke pouvait être respectée en sortant de leurs bilans un certain nombre de leurs engagements. D'autres avantages sont alloués à cette nouvelle technique de financement ; ce qui explique son adoption par plusieurs organismes de la sphère financière.

En Algérie, la titrisation est un concept nouveau introduit récemment par la loi n° 06-05 du 20 février 2006 portant titrisation des créances hypothécaires. Cette loi complète les réformes engagées par l'Etat pendant plus d'une décennie dans le système de financement du logement et qui a permis la création de nouvelles institutions complémentaires aux banques, dont la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH).

L'objet de notre recherche porte sur l'étude des techniques de titrisation des créances et leur application en Algérie.

Le titre de notre mémoire est ainsi intitulé : *La titrisation : concept, mécanismes et pratique Algérienne.*

Ce thème de recherche a pour but de présenter l'origine, les principes et le mécanisme de la titrisation et d'expliquer la pratique et le développement de la titrisation en Algérie. Il s'explique par quatre raisons fondamentales :

Premièrement, le logement constitue le souci majeur de l'Etat Algérien. A ce titre, il a mis en œuvre des réformes profondes dans le système de financement du logement et consenti un effort financier important dans la construction et le développement du secteur de l'habitat ;

Deuxièmement, le désengagement de l'Etat du financement du logement doit trouver d'autres alternatives dont la titrisation des créances hypothécaires ;

Troisièmement, l'outil choisit par l'Etat pour réaliser cette politique de désengagement porte sur la création, en 1997, d'un établissement financier qu'est la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) dont le rôle principal est le refinancement des crédits octroyés aux ménages par les banques dans le cadre d'un achat de logement, d'une construction d'une habitation et d'une extension ou une réhabilitation de l'habitation existante.

Quatrièmement, le développement de la titrisation des créances hypothécaires peut conduire à d'autres formes de titrisation, telle que la titrisation des créances commerciales.

Compte tenu de l'objet du thème ainsi explicité, nous proposons la démarche d'étude suivante : Notre recherche est structurée en deux parties interreliées:

La première partie intitulée *Concept, principes, mécanisme et limites de la titrisation*, aborde l'approche théorique de la titrisation. Elle traite des principes et mécanismes de la titrisation aux Etats-Unis comme pays précurseur de cette technique. Cette partie est subdivisée en quatre chapitres :

Le premier chapitre intitulé *Concept et développement de la titrisation*, traite des différentes définitions de la titrisation ainsi que de l'évolution du système de financement du logement aux Etats-Unis.

Le deuxième chapitre traite des *Principes fondamentaux de la titrisation aux Etats-Unis*. Ce chapitre définit les cadres juridique et financier dans lesquels s'opère la titrisation et s'étend à ses différentes formes et instruments.

Le troisième chapitre s'intitule *Mécanisme de fonctionnement de la titrisation*. Il aborde le montage de l'opération de titrisation, les intervenants dans l'opération ainsi que les risques et les coûts qui y sont liés.

Et enfin, le quatrième chapitre intitulé *Avantages et inconvénients de la titrisation*, traite des avantages liés à la titrisation tant pour les banques et entreprises que pour les investisseurs. Quant à ses inconvénients, ils sont multiples à l'instar de la crise des subprime.

La deuxième partie de cette recherche intitulée *Pratique et développement de la titrisation en Algérie*, est consacrée à une étude d'une opération de « titrisation avec recours » des créances hypothécaires de la Banque de Développement Local (BDL) dont le montage a été effectué par la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) en 2003. Cette partie est subdivisée en trois chapitres :

Le premier chapitre s'intitule *le Marché du crédit hypothécaire en Algérie*; il traite de l'environnement économique et financier du marché hypothécaire, de l'évolution du système de financement du logement et des intervenants sur le marché primaire du crédit hypothécaire.

Le deuxième chapitre aborde *l'Emergence d'un marché secondaire du crédit hypothécaire en Algérie*. Ce chapitre a pour objet de faire une lecture détaillée de la loi algérienne sur la titrisation ainsi que le rôle de la Société de Refinancement Hypothécaire dans le développement d'un marché secondaire du crédit hypothécaire.

Enfin, le troisième chapitre est consacré à *une Application concrète : le montage d'une opération de « titrisation avec recours » des créances hypothécaires réalisée par la SRH*. Il y est fait une description détaillée de l'opération en cause à travers des données chiffrées et commentées.

PARTIE I. Concept, principes, mécanismes et limites de la titrisation

Chapitre1. Concept et développement de la titrisation

La titrisation est un concept récent. Sa compréhension nécessite un rappel historique sur son origine et du contexte dans lequel elle s'est développée.

La titrisation a été d'abord mise en place aux Etats-Unis sous l'influence des agences fédérales. Ce chapitre abordera dans une première section les différentes définitions données à la titrisation et dans une deuxième section l'évolution du système de financement du logement aux Etats-Unis et son impact sur l'apparition de la titrisation.

Section 1. Définition de la titrisation

Il n'existe pas de définition précise et exacte de la titrisation. Toutes les définitions proposées jusqu'à maintenant démontrent que le concept de titrisation est relativement récent. Néanmoins, les plus importantes d'entre elles font apparaître des approches peu différentes et se rapportent toutes au même contexte de recherche du refinancement.

Dans une première optique, la titrisation est vue comme une des innovations financières qu'a connues le monde de la finance au cours des dernières années. Elle peut être perçue comme un procédé par lequel les banques ou les intermédiaires financiers, cherchent à² :

- augmenter leurs profits,
- réduire les risques liés à l'intermédiation financière,
- contourner les contraintes imposées par les autorités financières et réglementaires en matière d'octroi de prêts et règles prudentielles,
- et affronter la concurrence des autres intermédiaires financiers.

Le mot « titrisation », apparu dans le vocabulaire financier français à la fin des années quatre-vingts, est issu du terme anglo-saxon securitization. Securities signifie, en anglais, « valeurs mobilières » ou « titres ». Le terme securitization véhicule donc l'idée de transformation des créances en titres. L'expression peut désigner :

²SOBREIRA R, Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation, Revue INNOVATIONS n° 19-2004/1, p. 115-129.

- La désintermédiation (c'est-à-dire la levée de fonds par des entreprises directement auprès des investisseurs, sans passer par un intermédiaire financier)
- La cession par un établissement financier de tout ou partie de son portefeuille de prêts auprès d'une Structure Ad hoc ;
- La transformation de tout ou une partie d'un portefeuille de créances en titres émis sur le marché³.

L'opération de titrisation de créances, peut être définie, selon D. SCHMIDT⁴ comme « une opération qui consiste à transformer une créance en titre ».

D'un point de vue financier, la titrisation « est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties sont regroupés dans une société ad hoc qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêts et de remboursement sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les reverse aux investisseurs via le paiement d'intérêts et le remboursement de leurs titres »⁵.

Au vu de ces définitions, la titrisation est une opération qui consiste, globalement, à regrouper en un bloc, un certain nombre d'actifs homogènes, à vendre ces actifs à une entité ad hoc dite véhicule spécialisé ; cette entité émet des titres négociables contre le bloc d'actifs. Le paiement des sommes en principal et en intérêts dues sur ces titres est assuré au moyen des sommes payées par les débiteurs des créances constituant l'actif.

L'actif de l'entité ad hoc est exclusivement composé des créances ainsi acquises et de la trésorerie générée par ces créances. Le passif résulte uniquement des titres émis en représentation des créances acquises et de lignes de liquidités accordées par des établissements de crédit.

La titrisation constitue un mode de financement et un outil de gestion de bilan. En sortant de son actif des créances pour les remplacer par du disponible, l'entreprise évite un emprunt bancaire. Elle accède à un financement dont le coût est très compétitif, puisque les titres émis sur le marché sont généralement d'une qualité de crédit supérieure à celle de l'entreprise cédante. La titrisation permet d'améliorer la proportion des fonds propres. La titrisation permet aussi de limiter le risque de

³ HAROLD ROSE, la titrisation : un concept porteur de valeur, London Business School, 2004

⁴ D. SCHMIDT, la titrisation de créances, Rev.Juris.Com.N°11, n° spécial, 1998, p.114

⁵ P.VERNIMMEN, Finance d'Entreprise, DALLOZ 2005, p975.

crédit lié aux créances commerciales, c'est-à-dire, d'éviter les conséquences de l'insolvabilité des clients.

L'entité ad hoc qui intervient dans l'opération est généralement un Spécial Purpose Vehicle (SPV) dans le jargon anglo-saxon ou un fonds commun de créances (FCC) dans le lexique français.

On distingue généralement deux types de titrisation ⁶: la titrisation dite « on-balance sheet » ou avec recours, où les actifs restent inscrits au bilan de la société initiatrice ; la titrisation dite « off-balance sheet » ou sans recours, qui donnera lieu à la création d'une entité ad hoc et permettra l'externalisation des actifs titrisés.

Née aux États-Unis dans les années 1980, la titrisation a connu une expansion importante dans le monde et également en Europe à partir des années 2000 tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes. Un aperçu historique sur cette technique est apporté dans la section suivante.

Section 2. Rappel historique du système de financement du logement aux Etats-Unis et naissance de la titrisation

L'évolution du système de financement du logement aux Etats-Unis a conduit à la transformation du paysage hypothécaire et l'apparition notamment de la titrisation.

Avant 1938⁷, ce système était constitué essentiellement d'établissements de dépôts réglementés comme les mutuelles d'épargne et de construction TBS (Terminating Building Societies) qui ont constitué les premières institutions de financement du logement aux Etats-Unis et qui sont devenues par la suite les Savings and Loans – (S&L) ou associations d'épargne immobilière. Elles avaient pour activité principale le financement des prêts hypothécaires au moyen de leurs dépôts.

À cette époque, la plupart des prêts étaient assortis d'une échéance de 6 à 10 ans, les remboursements s'effectuaient deux fois par an avec amortissement partiel ou nul du principal, les taux d'intérêt étaient variables, et le ratio maximum prêt/valeur était d'environ 50%

Les S&L ont participé à l'émergence d'un marché hypothécaire primaire aux Etats-Unis mais ont connu par la suite plusieurs difficultés.

⁶ Autorité des Marchés Financiers (AMF), la notation en matière de titrisation, rapport du 31 janvier 2006.

⁷ Cette date représente la création du premier marché secondaire du crédit hypothécaire aux Etats-Unis avec la création de Fannie Mea première agence fédérale de refinancement hypothécaire.

D'un autre côté, la création en 1870 des banques hypothécaires va engendrer le premier marché des obligations hypothécaires aux Etats-Unis. Elles offraient des prêts immobiliers notamment par les fonds générés par la vente d'obligations hypothécaires : Mortgage-Backed Bond (MBB) (obligation adossée à des créances immobilières), suivant le modèle qui prévalait à l'époque en France et en Allemagne.

Ce marché des obligations hypothécaires connut une forte croissance au début mais s'effondra avec le problème de l'accroissement des risques liés aux défauts de paiement et aux coûts élevés exigés par les investisseurs. Cette expérience particulière menée au XIXe siècle pour accroître la liquidité s'est soldée par un échec.

La grande crise de 1929 a entraîné le déclin rapide de l'activité économique. Deux conséquences de ce choc économique ont particulièrement eu un impact sur le système de financement du logement américain :

- la forte progression du taux de chômage, qui s'est traduite par des problèmes de liquidité et de solvabilité pour un grand nombre d'emprunteurs incapables de rembourser leurs prêts ;
- la déflation aiguë qui a fait chuter de près de 50% le niveau des prix des habitations. Cette déflation a eu pour conséquence, la dévalorisation des garanties des prêts bancaires, des retraits massifs de fonds déposés dans les banques et l'insolvabilité de l'ensemble du système bancaire.

Confronté à ce risque systémique (à l'échelle de l'économie), le gouvernement fédéral américain a mis en œuvre quatre mesures essentielles pour renforcer le système de financement du logement :

- La création de la Home Owners' Loan Corporation (HOLC) et la Reconstruction Finance Corporation (RFC) dans le but de liquider les prêts non productifs dans les portefeuilles des banques et assister les institutions de prêt devenues insolubles. En effet, la HOLC et la RFC ont racheté les prêts immobiliers en souffrance et les actions des banques et des institutions d'épargne en faillite (S&L et caisses d'épargne mutuelles).
- L'administration Hoover (1929-1933) a décidé de renforcer les institutions de prêt existantes, à savoir les S&L, en créant les Banques fédérales de crédit au logement (Federal Home Loan Banks ou FHLBanks), un mécanisme spécialisé destiné à leur procurer des liquidités. Les FHLBanks étaient

autorisées à créer et réglementer des S&L fédérales et à imposer des restrictions à la fois du côté des actifs et des passifs.

- L'administration Roosevelt (1933-1945) se caractérise par :
 - La création de la Federal Housing Administration (FHA) pour assurer les prêteurs contre le non remboursement des prêts hypothécaires,
 - La création de Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) en 1938 avec le statut d'agence gouvernementale pour assurer le refinancement hypothécaire et développer ainsi un marché secondaire des hypothèques garanties par la FHA,
 - la mise en place d'un nouveau type de prêt hypothécaire à taux fixe, auto-amortissable, avec un faible versement initial (20 % de la valeur du logement) et d'une durée plus longue (20 ans ou plus),
 - l'autorisation des associations hypothécaires privées à émettre des obligations et à acheter des prêts hypothécaires aux prêteurs du marché primaire dans le cadre de la Loi nationale sur le logement (National Housing Act) de 1934.

Dans les années 1940 et 1950, les S&L ont bien fonctionné avec la garantie de la FHA en consentant des prêts hypothécaires à long terme, auto-amortissables sans assurance du gouvernement (conventionnels). Mais à partir de 1960 à 1970, les S&L ont rencontré plusieurs problèmes dus à la hausse considérable des prix et des taux d'intérêt.

En effet, les S&L finançaient leurs prêts hypothécaires à long terme et à taux fixe à l'aide de dépôts à court terme. Avec la hausse des taux d'intérêt, ce mode de fonctionnement « d'emprunt à court terme/prêt à long terme » a diminué leurs marges de profit. Et d'un autre côté, ces taux d'intérêt élevés ont découragé l'achat de logements, ce qui a eu un effet négatif sur le volume de nouveaux prêts consentis par les S&L.

D'un autre côté, les S&L, en tant qu'investisseurs, ont aussi souffert d'un décalage plus important de la durée⁸ dû à la hausse des taux d'intérêt ; à savoir que l'échéance réelle des prêts existants se trouvait reculée par la diminution des remboursements anticipés dans le contexte des taux d'intérêt en hausse.

⁸ La durée d'un instrument financier à taux fixe, comme une obligation, est la durée de vie moyenne de ses flux financiers pondérée par leur valeur actualisée. Plus la durée est élevée plus le risque est grand.

La création au début des années 1970 des fonds communs de placement en instruments du marché monétaire (MMMF) a conduit à une concurrence « déloyale » entre eux et les S&L. Les taux pratiqués par ces MMMF n'étaient pas réglementés, alors qu'une règle fédérale, le Règlement Q⁹ limitait les taux que les S&L pouvaient accorder sur les dépôts à terme. Ces nouveaux instruments ont eu pour effet une réduction importante des fonds placés en dépôt dans les caisses d'épargne (désintermédiation) et une hausse spectaculaire des actifs des MMMF, allant de 3,5 milliards de dollars en 1977 à 180 milliards en 1981, équivalant à un volume multiplié par plus de 50 en quatre ans. Par contre, la part de marché des prêts hypothécaires résidentiels détenue par les S&L a diminué en passant de 43% en 1979 à 30 % en 1986, et la mauvaise conjoncture du début au milieu des années 1980 a provoqué la faillite d'un grand nombre de caisses d'épargne, connue sous le nom de « Débâcle des S&L » à la fin des années 1980 ¹⁰.

Le gouvernement fédéral a appliqué trois mesures pour aider le système de financement du logement à résister à des chocs macroéconomiques de l'époque.

- L'abolition progressive du Règlement Q entre 1981 et 1986.
- L'autorisation des S&L à émettre de nouveaux produits à la fois dans la catégorie des actifs (prêts hypothécaires à taux variable : ARM) et des passifs (comptes de dépôt du marché monétaire) afin de mieux concurrencer les MMMF.

La réorganisation du marché hypothécaire et le renforcement des organismes chargés d'améliorer la liquidité fut traduit par la privatisation en 1968 de Fannie Mae en l'autorisant à acheter des prêts hypothécaires conventionnels (ou non assurés par le gouvernement). Ainsi, le Government National Mortgage Association ou Ginnie Mae fut créé à la place de Fannie Mae pour gérer les prêts hypothécaires garantis par l'Etat dans le cadre des programmes fédéraux de logement. La Fédéral National Mortgage Corporation ou Freddie Mac a été fondée en 1970 dans le cadre des FHLBanks pour assurer également le refinancement des prêts adossés à des actifs afin d'accroître les liquidités des S&L, c'est « une agence fédérale qui, sous sa propre signature, assume des tâches proches de celles de la Fannie Mae et de la Ginnie Mae »¹¹.

⁹ Le règlement Q se traduit par un plafonnement sur les dépôts et les taux d'intérêt pratiqués par les banques, les taux sont de 6,25 % pour les dépôts de 30 à 59 jours et de 7,5% pour les dépôts à plus d'un an.

¹⁰ Il avait été étendu aux S&L en 1966, imposant des plafonds de taux d'intérêt sur leurs dépôts à terme. Contrairement à l'intention de départ (permettre aux S&L de contrôler leurs propres coûts de financement), ces plafonds n'avaient servi qu'à accélérer le retrait des dépôts.

¹¹ T.Garnier &C. Jaffeux, La titrisation, Aspects juridique et financier, Economica, Paris, 1997, P13.

Ces trois entités vont contribuer à l'essor de la titrisation aux Etats-Unis.

Section 3. L'essor de la titrisation aux Etats-Unis

A l'issu des évolutions précédentes, le marché des titres adossés à des créances immobilières (MBS) a été créé au début des années 1970. Ce marché a connu une croissance rapide dans les années 1980. Ginnie Mae et Freddie Mac ont institué leurs programmes de titres adossés à des créances avec flux identique au début des années 1970. Fannie Mae, par contre, détenait uniquement des portefeuilles de prêts hypothécaires dans les années 1970 et n'a émis ses premiers MBS qu'en 1981.

Les MBS de détaillants émis par les grandes banques commerciales (par ex. : la Bank of America) ont aussi atteint un volume important au milieu des années 1980.

L'accroissement des volumes des émissions de MBS a stimulé l'intégration du marché hypothécaire aux marchés de capitaux et a élargi la base institutionnelle disponible pour le financement des prêts. Par exemple, en 1971, les deux tiers des titres adossés à des créances avec flux identique de Ginnie Mae étaient vendus aux S&L. En 1979, environ la moitié était vendue aux fonds et aux caisses fiduciaires de retraite. L'introduction de MBS multiclasse, appelés titres adossés à des créances immobilières avec flux groupé (CMO)¹² et de canalisateurs d'investissements dans les prêts immobiliers (REMIC)¹³, a encore accéléré ce processus d'intégration. En instituant des « tranches » associées à divers niveaux de risque de remboursement anticipé, ces titres étaient mieux adaptés aux besoins de différents investisseurs en matière de préférence de gestion actif/passif.

La réglementation sur les fonds propres à risque de 1988 (Bâle I) a aussi stimulé la demande de MBS car elle offrait aux banques une incitation financière à investir dans ces titres. Avec un poids de risque plus faible de 20% pour les MBS de Fannie Mae et Freddie Mac et de 50% pour l'ensemble des prêts hypothécaires résidentiels individuels, les investisseurs pouvaient multiplier leur effet de levier par un facteur de 2 à 5, ce qui faisait des prêts hypothécaires un type d'actif plus rentable.

Avec l'introduction des systèmes d'information automatisés notamment les systèmes de souscription automatisés pour l'octroi des prêts et la prise de décisions, la titrisation a connu un développement rapide enregistrant des marges importantes.

¹²Collateralized Debt Obligation ou obligation adossée à des actifs.

¹³Real Estate Mortgage Investment Conduit. Titre multiclasse autonome adossé à des créances immobilières.

Comme exemple, la part des acquisitions de Fannie Mae traitées à l'aide de son système automatisé est passée de moins de 10% en 1997 à environ 60% en 2002¹⁴.

Ce système a permis la réduction considérable des coûts de transaction/intermédiation et rendu plus facile l'évaluation des risques de crédit.

Chapitre 2. Principes fondamentaux de la titrisation aux Etats-Unis

La titrisation s'est développée aux Etats-Unis grâce à ses principes fondamentaux qui reposent sur un cadre juridique et financier bien défini. Ce chapitre s'étalera dans une première section sur le cadre juridique de la titrisation et notamment la notion du « trust » ; et sur son cadre financier et le principe du financement structuré. Les formes de titrisation ainsi que ses différents instruments seront abordés respectivement dans la troisième et quatrième section de ce chapitre.

Section 1. Le Cadre juridique et financier de la titrisation aux Etats-Unis

Le développement de la titrisation aux USA repose, du point de vue juridique, sur la notion du « trust » et du point de vue financier, sur l'existence d'une forme de financement appelée le « Structured Financing » ou le financement structuré.

En effet, la notion du « trust » est issue du droit anglo-saxon (Common Law) indiquant le transfert en pleine propriété de tout ou partie du patrimoine d'une personne le « settlor » ou le « constituant » à une personne le « trustee » qui doit le gérer et en disposer dans l'intérêt des bénéficiaires ou « cestuy of the trust ».

La propriété selon ce cadre légal, se subdivise en trois types. Il s'agit de « l'usus » ou le droit de faire usage de la chose et de l'administrer, de « l'abusus » ou le droit de détruire la chose et d'accomplir des actes de disposition, et de « fructus » ou le droit de recueillir les fruits de l'exploitation de la chose¹⁵

Dans le cadre d'une opération de titrisation constituée autour d'un trust, le « trustee » détient l'usus, c'est-à-dire, il sert à l'agencement des opérations financières qu'il peut les gérer à son gré tout en assurant son rôle d'intermédiaire financier entre le cédant et les investisseurs. En revanche, il n'a ni l'abusus ni le fructus. On dit qu'il

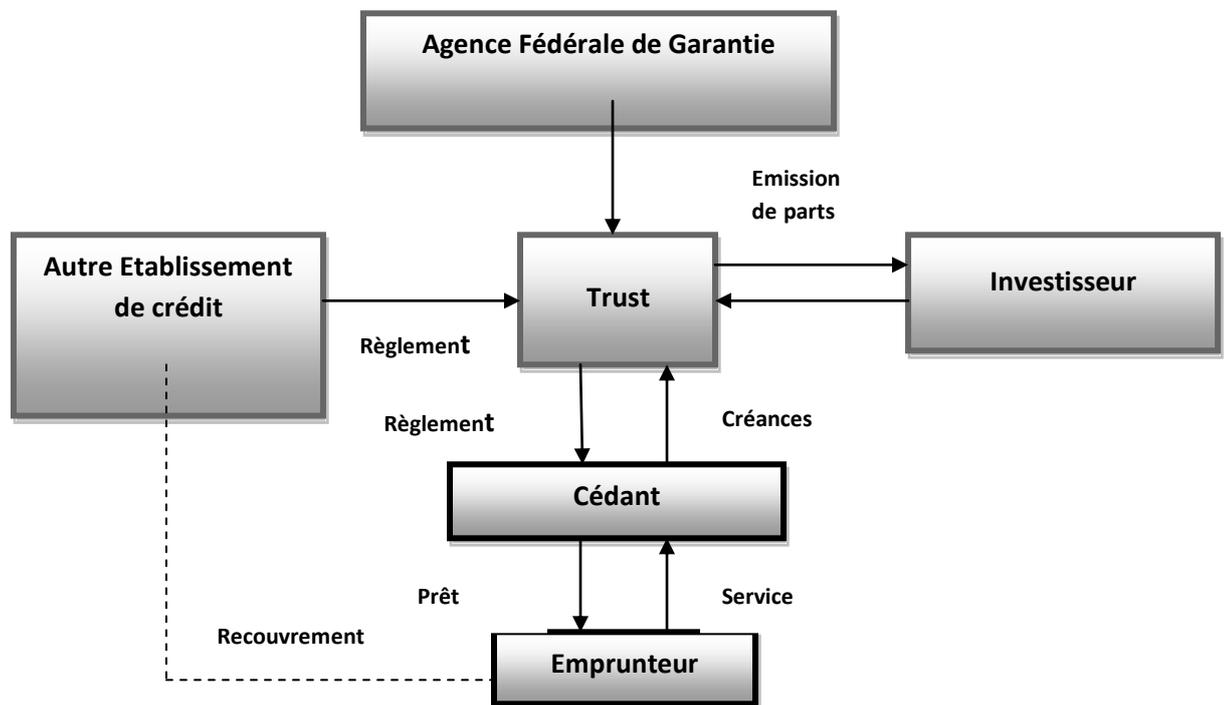
¹⁴ Département du Logement et de l'Urbanisme des Etats-Unis, Rappel historique et leçons tirées par les marchés hypothécaires émergents, 31 mars 2006.

¹⁵ P. GENSEE, P.TOPSACALLAN, Ingénierie Financière, 2004

a « le droit sur les biens des actes d'administration et de disposition »¹⁶ à accomplir.

L'établissement qui souhaite céder ses créances, transfère la propriété à un acquéreur : le trustee, qui finance l'acquisition en émettant des titres obligataires, négociables par l'intermédiaire de banques d'investissements (the investment banks). C'est en fonction de la nature, de la qualité des crédits et de la notation délivrée par les agences de notation, que ces établissements spécialisés définissent les caractéristiques des titres à émettre. D'après le schéma ci-dessus, le placement des titres auprès des investisseurs se fait sous le contrôle de l'agence fédérale : la Security Exchange commission ou SEC.

Figure 1: Schéma simplifié de la titrisation aux Etats-Unis



Source : Ingénierie financière de Pierre GENSSE et Patrick TOPSACALIAN

Ajoutant au développement du cadre réglementaire de la titrisation, son cadre financier, le financement structuré a participé à la transformation du paysage hypothécaire et financier aux États-Unis. Il consiste à adosser un titre d'emprunt à un actif financier. Cette innovation financière permet le transfert de certains éléments de l'actif en garantie de l'émission de titres. Ainsi les « Structured Financing » ont connu un rapide succès sur le marché américain et ont permis le

¹⁶ P. GENSSE, P. TOPSACALLAN, Ingénierie Financière, 2004.

développement de la titrisation et donné naissance aux « Mortgage Backed Securities » (Titres adossés à des créances hypothécaires) et aux « Asset Backed Securities » (Titres adossés à des actifs bancaires).

Section 2. Les différentes formes de titrisation aux Etats-Unis

Généralement, on distingue deux grands types de titrisation aux Etats-Unis :

Le premier, défini comme la titrisation "on-balance sheet", ou avec recours, consiste pour un établissement de crédit ou une entreprise (le cédant) à émettre des titres gagés sur un "pool" de créances, lesquelles demeurent inscrites à son bilan mais sont cantonnées juridiquement. Ces titres représentent les "covered bonds" aux Etats-Unis, les "Pfandbriefe" en Allemagne et les obligations foncières en France.

La seconde technique, dite "off-balance sheet", ou sans recours qui impact directement le bilan du cédant puisque elle consiste à céder au SPV ("Special Purpose Vehicle"), les créances qu'il souhaite réaliser. Le SPV finance l'acquisition de ces créances par l'émission de titres, dénommés - de la manière la plus générale - ABS ("Asset-Backed Securities"). Dans un tel schéma, la rémunération versée aux détenteurs de ces ABS provient directement des revenus engendrés par les créances inscrites à l'actif du SPV.

Au sens des flux issus des actifs et reversés aux investisseurs ou bien encore des relations définissant le revenu de l'actif titrisé et le rendement des titres émis, on oppose les deux formes de titrisation qui sont le pass-through et le pay-through.

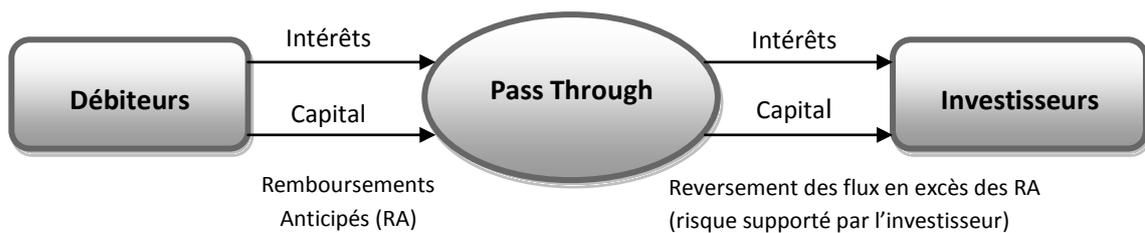
2.1. Le Pass through

Créé en 1970 par Gennie Mae, le pass-through représente la forme la plus classique de la titrisation. Il permet à un établissement financier, demandeur de fonds, de céder une partie de ses créances à une structure ad hoc qui émet en contrepartie des titres représentant un droit indivis de propriété sur l'actif gagé. Ces titres bénéficient de l'ensemble des flux en capital et en intérêts, qu'ils résultent de l'échéancier normal de remboursements ou de remboursements anticipés. Les remboursements anticipés en question, sont reversés directement au détenteur du titre. Celui-ci verra donc la durée de son investissement diminuer en période de baisse des taux et augmenter dans le cas contraire. Un remboursement accéléré peut se traduire par un manque à gagner, liés aux intérêts futurs sur la durée restante à courir. Cette incertitude quant au rythme de remboursement justifie alors un taux d'intérêt à

l'émission supérieur à celui des obligations classiques (remboursables in fine) ayant la même notation et une maturité comparable.

Du point de vue du cédant, le pass-through réalise une véritable cession de créances, qui de ce fait sortent du bilan. Juridiquement, le pass-through ne représente pas une dette du cédant, puisque l'émission consiste en la vente de l'actif à la structure de titrisation (trust), qui émet donc des titres représentatifs d'un droit de propriété sur une fraction de l'actif collatéral. La meilleure forme du pass-through est les MBS.

Figure 2: les flux d'un Pass Through

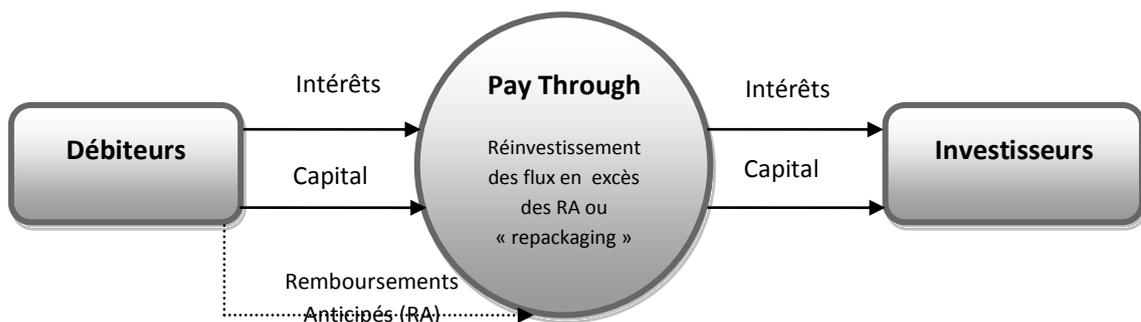


Source: T.Garnier & C.Jaffeux, *La Titrisation, Aspects juridique et financier*, Economica, Paris, 1997

2.2. Le Pay through

Le pay-through est apparue en 1975. Il représente, à la différence du Pass-through, un titre de propriété dans le pool de créances. C'est un titre de dette de l'émetteur. Il s'agit d'une obligation émise directement par un trust dont les revenus sont constitués par le remboursement des prêts. Les titres sont cautionnés par la constitution d'un portefeuille de créances, appelé collatéral, qui reste à la propriété de l'émetteur et qui doit être exclusivement utilisé dans le paiement des obligations émises.

Figure 3: Flux d'un Pay Through



Source: T.Garnier & C.Jaffeux, *La Titrisation, Aspects juridique et financier*, Economica, Paris, 1997

Comme le montre le schéma ci-dessus, les flux provenant des créances seront directement reversés aux investisseurs excepté ceux des remboursements anticipés qui seront retraités par différentes méthodes de manière à proposer aux investisseurs des titres moins sensibles au risque de taux dû aux remboursements anticipés.

La meilleure forme utilisée des pay-through est le Collateralized Mortgage Obligation (CMO) qui ont la caractéristique d'avoir un profil d'amortissement bien défini à l'avance et offrant aux détenteurs plusieurs titres dont la maturité diffère. On parle alors de tranching ou de subordination. Ce Pay through à plusieurs tranches n'est plus vraiment utilisé, mais son succès a conduit à l'apparition des Collateralized Loan Obligations (CLO) qui généralement ont plusieurs classes de titres dans lesquels les titres subordonnés absorbent les risques de pertes avant les titres non-subordonnés.

Section 3. Les instruments de titrisation

La pratique de la titrisation aux USA a étendue la panoplie des titres issus sur ce marché. Les titres issus de refinancement des crédits hypothécaires sont les MBS (Mortgage Backed Securities) et ceux supportés par d'autres formes de créances sont les ABC (Asset Backed Securities).

3.1. Les Mortgage Backed Securities (MBS)

Ce sont des créances, adossées à des créances hypothécaires. Ces créances ont été les premières à pouvoir être cédées à une structure ad hoc.

L'homogénéité du produit, l'historique bien documenté du taux de défaillance des prêteurs, la présence d'un actif facilement saisissable et l'encouragement des autorités gouvernementales ont favorisé cet essor. Ce marché considérable reste encore le plus important dans la plupart des pays. Aujourd'hui, les MBS se subdivisent entre les RMBS (Residential Mortgage Backed Securities), qui correspondent au refinancement d'immobilier des particuliers et le CMBS ou Commercial Mortgage Backed Securities, qui est un refinancement d'opérations d'immobilier commercial.

3.2. Les Asset Backed Securities (ABS)

Les asset-backed securities sont des titres de créances adossés à des actifs, ou garanti (collateralized) par des cash flows générés par un ensemble déterminé d'actifs¹⁷.

De nombreux collatéraux peuvent être utilisés pour des opérations de titrisation. On a tendance à regrouper les ABS autour des catégories d'actifs suivantes :

- les comptes à recevoir sur cartes de crédits ;
- les différentes formes de crédits à la consommation ;
- le leasing (crédit-bail) pour les avions, les automobiles, etc. ;
- les créances commerciales (elles servent en particulier de sous-jacent à des programmes d'émissions de papier commercial, Asset Backed Commercial Paper ou ABCP) ;
- les prêts étudiants (spécifiquement aux États-Unis) ;
- l'immobilier commercial et professionnel.

En fait, un portefeuille de créances ne peut être titrisé que s'il est possible de l'évaluer précisément et s'il procure des cash-flows suffisamment récurrents. Pour que des actifs soient titrisés, ils doivent présenter une certaine homogénéité.

Une catégorie spécifique d'ABS est constituée par les CBO et CLO (Collateralized Bond Obligations et Collateralized Loan Obligations). Il s'agit de programmes dans lesquels on refinance grâce à un SPV un portefeuille d'obligation ou un portefeuille de prêts bancaires en émettant plusieurs tranches de titres, dont le rendement dépend de la performance des obligations et des prêts sous-jacents. Certains des titres ainsi émis peuvent être de nature spéculative, ce qui est reflété par la notation des

3.3. Les titres collateralisés

3.3.1. Les Collateralized Debt Obligation (CDO)

Un CDO, ou collateralized debt obligation ou obligation adossée à des actifs, est une structure de titrisation dans laquelle les actifs sont eux-mêmes des dérivés de crédit. Proches des ABS dans leur principe général, les CDO se distinguent par la nature du portefeuille d'actifs sur lequel repose l'opération de titrisation.

¹⁷ Définition des Asset-Backed Securities donnée par la SEC Regulation, 18 janvier 2005.

Les CDO sont des structures créées sur mesure par les banques à destination d'investisseurs. Ils sont peu échangés sur le marché secondaire.

Les CDO se distinguent par un sous-jacent composé d'un nombre limité de débiteurs commerciaux (maximum 500) alors que les ABS classiques sont constitués, au maximum de 100 000 débiteurs individuels. Parmi les CDO, on trouve les CDO de bilan, qui visent à optimiser le bilan du cédant donc de l'établissement de crédit, et les CDO arbitrage, dont l'objectif principal est l'arbitrage entre le prix d'achat d'un portefeuille et son coût de refinancement.

Les parts de CDO sont divisées en trois tranches selon le degré de risque pris par l'investisseur :

- Les tranches equity sont les plus risquées. Elles sont généralement achetées par un hedge fund ou le gérant du CDO. Elles absorbent l'essentiel du risque attaché au portefeuille d'actifs titrisés. En cas de réalisation d'un événement de crédit, ce sont les détenteurs de cette tranche qui assumeront les premières pertes éventuelles en découlant (pertes en principal, rupture des versements d'intérêts).
- Les tranches mezzanine présentent une exposition au risque intermédiaire. Elles sont les premières à supporter le risque. Elles sont généralement achetées par des gérants d'actifs ou des investisseurs en compte propre. Les tranches mezzanine bénéficient d'une appréciation par une agence de notation.
- Les tranches senior ou super-senior sont les moins risquées. Elles présentent une très faible exposition au risque de crédit. La position privilégiée de la dette senior lui permet en règle générale de bénéficier de la note maximum, AAA/Aaa par les agences de notation. Elles sont généralement achetées par des assureurs monoline (rehausseurs de crédit).

Sur le plan technique chaque tranche reçoit les intérêts, mais le remboursement du capital peut être différé, la première tranche dont la maturité est la plus faible est amortie alors que les autres ne perçoivent que les intérêts dus, puis le remboursement des tranches suivantes débute une fois terminé celui de la première.

3.3.2. Les Collateralised Loan Obligation (CLO) & Collateralised Bond Obligation (CBO)

Les CDO est le terme utilisé pour désigner la titrisation de prêts (CLO) ou obligations (CBO) « corporates ou émergents ».

On distingue alors les CLO (Collateralised Loan Obligation) relatifs aux prêts, des CBO (Collateralised Bond Obligation), concernant les obligations. Que ce soit un CDO ou un CBO, l'opération de titrisation est mise en place autour du véhicule ad hoc ou le SPV.

Par exemple, pour un CBO, il s'agit non seulement du transfert d'obligations du bilan d'une banque vers une SPV (CBO bilan) mais aussi d'opérations d'arbitrages par lesquelles le SPV achète directement des obligations sur le marché des capitaux et les finance par l'émission de titres (CBO arbitrage). Le but de ces CBO est de réaliser des marges, résultant de la différence entre le coût des titres et les produits des obligations de plus haut rapport. Les CBO existent depuis les années 1980 mais le récent avènement d'obligations d'entreprises européennes a donné une impulsion supplémentaire à ce marché.

Les CLO, qui ont comme actif sous-jacent des crédits d'entreprises, ont connu ces dernières années une forte croissance. Cet essor est simplement le reflet d'un désir de plus en plus croissant des établissements de crédits de dégager le plus de fonds propres possibles. En effet, les crédits aux entreprises exigent sur le plan réglementaire le double de fonds propres par rapport aux crédits hypothécaires. Toutefois, les frais de structuration trop élevés ont longtemps constitué un frein au développement de ces formules de titrisation plus complexes. Une meilleure évaluation des risques de crédit a permis de réduire progressivement ces frais et de mettre en place de nouveaux perfectionnements. C'est ainsi que les premiers CLO synthétiques ont été lancés en 1997. Depuis, les opérations de CLO n'ont cessé de s'accroître : Au premier semestre 2001, le montant des CLO avoisine les 5181M USD, comparé à seulement 504 M USD en 1994.

Que ce soit un CLO ou un CBO, le cédant c'est-à-dire l'établissement de crédit, souhaite céder le risque relatif aux actifs sous-jacents. Pour cela, ce dernier procédera soit à une cession des actifs, soit à un seul transfert du risque.

- Dans le premier cas, on parle de CDO classique c'est-à-dire que la banque effectue une réelle vente d'un portefeuille homogène d'actifs. Le SPV acquiert ce portefeuille en contrepartie du paiement du prix d'achat de l'actif à l'établissement de crédit, et ce grâce au produit de l'émission de titres structurés aux investisseurs. Ces derniers sont remboursés par le biais des flux de capital et d'intérêts, issus des actifs. Il est notamment important de souligner qu'en cas de défaut de l'actif, les flux que perçoivent les investisseurs peuvent être réduits.

- Dans le deuxième cas, on parle de CDO synthétique, car l'établissement de crédit ne cherche par cette opération qu'à transférer le risque d'un portefeuille. Pour cela, celle-ci utilise un dérivé de crédit ou Credit Default Swap. Cette technique récente est d'autant plus intéressante qu'elle permet au cédant de transférer les flux de capital et d'intérêts ainsi que le risque de défaillance à l'investisseur, tout en conservant la propriété de l'actif sous-jacent. Ainsi, les actifs restent inscrits au bilan de la banque, si bien que les complications juridiques et fiscales inhérentes à la cession d'actifs sont évitées. Le rôle du SPV reste l'émission de titres, mais ces derniers sont d'une seule maturité. Cette émission est investie dans des titres de crédit sans risque et de même maturité. En cas de défaut de l'actif, c'est une partie ou si nécessaire la totalité de l'émission qui sera liquidé. Dans ce type d'opération, le principal et les intérêts promis sont réduits du montant des pertes survenues sur le portefeuille. Nous allons voir ci-après l'explication de cette nouvelle technique en détaille.

Pendant la crise des subprime de 2007, les CDO, contenant une part de crédit à risques (subprime), ont été les actifs les plus touchés. Un dirigeant de banque juge ainsi que les « CDO d'ABS sont un concentré de toxiques sur le subprime qui peut s'avérer très dangereux lorsque toutes les tranches font défaut, ce qui est le cas aujourd'hui »¹⁸

Le tableau ci-dessous résume les différentes catégories d'opérations de titrisation classées selon l'origine des actifs.

¹⁸ Axel Miller, dirigeant de DEXIA, conférence des résultats du 3^{ème} trimestre 2007, le 16 novembre 2007.

Tableau 1: les différentes opérations de titrisation selon l'origine de l'actif

Origine des actifs	Catégories de titre émis	Date de mise sur le marché
Crédits au logement privé	<i>Mortgage-Backed Securities</i> (MBS)	1970
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crédits au logement public ▪ Crédits à l'agriculture ▪ Crédits commerciaux 	<i>Commercial Mortgage-Backed securities</i> (CMBS)	1986
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crédits à la consommation ▪ Encours de cartes de crédit ▪ Encours de lignes de crédit aux entreprises 	<i>Asset-backed Securities</i> (ABS)	1987
Portefeuille de titres cotés	<i>Collateral Bond Obligations</i> (CBO)	1990
Portefeuille de prêts moyen-terme accordés à : <ul style="list-style-type: none"> ▪ des entreprises ; ▪ des collectivités locales ; ▪ ou des états. 	<i>Collateralized Loan Obligations</i> (CLO)	1990

Source : T. Garnier .& C. Jaffaux, *La titrisation : aspects juridique et financier*, Economica, 1997

3.4. La titrisation synthétique

Par titrisation synthétique on désigne des opérations dans lesquelles il n'y a pas de cession des créances ni refinancement de celles-ci. La transaction consiste à transférer à une contrepartie, tout ou partie du risque du débiteur initial via un dérivé de crédit.

Dans son principe le dérivé de crédit consiste dans un contrat (Credit Default Swap) passé entre deux entités (en général des banques) portant sur le risque de crédit d'un tiers débiteur appelé entité de référence, par lequel les contractants vont définir les situations du débiteur ou « événements de crédit » pouvant se traduire par une perte, préciser les méthodes d'évaluation de la perte liée à chaque événement de crédit et s'entendre sur les modalités de sa répartition entre eux.

Un dérivé de crédit s'analyse comme un contrat d'assurance, dans lequel le détenteur du risque sur le débiteur initial est acheteur d'une protection auprès d'une

contrepartie soit le vendeur de la protection et le prix d'achat de la protection correspond à une prime d'assurance versée au vendeur de la protection qui en cas d'événement de crédit indemniserait l'acheteur du montant du sinistre c'est à dire de la perte convenue dans ce cas et selon les modalités prévues.

On parle de titrisation synthétique lorsque le dérivé de crédit ne porte pas sur un seul risque mais sur un portefeuille de risque concernant plusieurs entités de référence (débiteurs). Dans la plupart des titrisations synthétiques, les entités de référence sont le plus souvent des entreprises parfois des pays émergents. Le nombre de lignes du portefeuille est relativement réduit (autour de la cinquantaine), les actifs de références étant soit des prêts (il s'agira alors d'un CLO synthétique) soit des obligations (CBO ou CDO synthétique).

Par rapport à une titrisation classique une transaction synthétique comporte plusieurs avantages.

La définition des événements de crédit : Certaines situations qui devraient être prises en considération dans une titrisation classique même si elles sont très peu probables pourront être exclues de la garantie. Les événements de crédit susceptibles d'activer la protection peuvent être soit internes à la société : restructuration, changement d'actionnaire, graves difficultés de gestion, dégradation de la notation, faillites..., soit externes : risque pays, marasme dans le secteur d'activité.

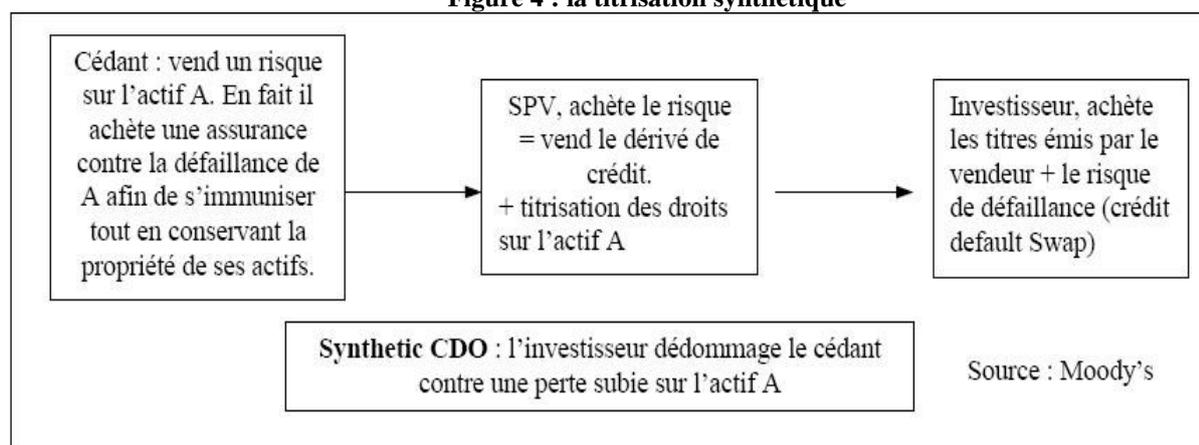
Le montant (notionnel) de risque à couvrir pour chaque entité de référence : Cette possibilité est très utile lorsque les entités de références sont des entreprises car en général elles disposent auprès de leur banque de lignes de crédit qui ne sont que partiellement utilisées. En jouant sur le notionnel la banque pourra couvrir son risque à hauteur de ses engagements que ceux-ci aient ou non donné lieu à tirage La mise en place d'une titrisation synthétique est plus simple et moins coûteuse puisqu'il n'y a pas de FCC à créer et à gérer ; la gestion des actifs de référence est allégée puisqu'ils ne sont pas cédés et que les mouvements de fonds sont limités au paiement de la prime par l'acheteur de la protection, et au règlement des sinistres par la contrepartie

Comme la titrisation classique, la titrisation synthétique peut être structurée c'est-à-dire comporter plusieurs niveaux de protection jouant de manière séquentielle et se traduisant par autant de dérivés de crédit. Schématiquement la perte potentielle susceptible d'affecter le portefeuille de référence sera répartie en plusieurs tranches

- Une franchise correspondant aux premières pertes (de l'ordre de 1% à 2 % du montant du portefeuille)
- Une tranche intermédiaire ou junior supportant les pertes après que la franchise soit épuisée et dans la limite d'un plafond fixé (de l'ordre de 8% à 10% du montant du portefeuille)
- Une tranche senior dont le notionnel est égal au montant du portefeuille diminué de la franchise et de la tranche junior supportant les pertes éventuelles après épuisement des 2 premières protections.

Comme dans un contrat d'assurance, la franchise correspond au risque conservé par l'acheteur de la protection, les tranches junior et senior étant souscrites par des tiers

Figure 4 : la titrisation synthétique



Source : Agence de rating Moody's

Si on se réfère au schéma ci-dessus, nous pouvons constater que lorsqu'il y a un transfert de flux de capitaux, intérêts et risques, de l'actif à l'investisseur tout en conservant la propriété de l'actif à l'entreprise cédante, l'investisseur peut ainsi améliorer sa plus value avec la prime payée par le cédant en cas de défaut des débiteurs du cédant¹⁹.

¹⁹ Site Internet <http://www.marches-financiers.net>

Chapitre 3. Mécanismes de fonctionnement de la titrisation

Le mécanisme de la titrisation s'est développé depuis l'apparition de la titrisation aux Etats-Unis.

Le montage d'une opération de titrisation, quelque peu complexe, fait appel à un ensemble d'intervenants nécessaire à la réalisation de cette technique qui, malgré qu'elle présente un grand nombre de risques en matière de sa gestion, elle est aussi une source de diversification du financement.

Section 1. Montage de l'opération de titrisation

Différentes étapes sont nécessaires pour le montage d'une opération de titrisation.

1.1. La première étape : Constitution du bloc de créances à céder

Cette étape consiste à constituer un bloc de créances de même nature, tels que les créances hypothécaires, créances sur cartes de crédit ou prêts à l'achat d'automobiles. Cette homogénéité est fondamentale pour diminuer le risque de crédit dans le but d'obtenir un flux de paiements d'intérêt et principal commun. Cette opération est pilotée par une banque ou institution financière initiatrice de crédit dans le but d'obtenir des liquidités en cédant en contre partie une fraction de son actif de créances stagnantes dans son bilan.

1.2. La deuxième étape : Cession du bloc de créances

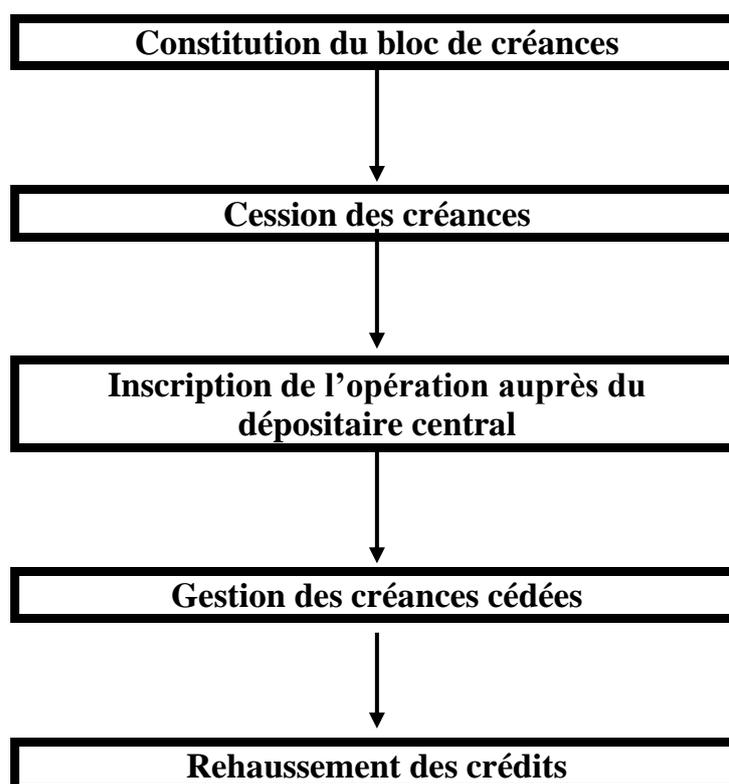
Cette étape concerne la vente de ce bloc de créances par la banque à une SAH qui finance son acquisition par émission de titres sur le marché. Pour ce faire, la SAH, sollicite l'avis de l'agence de notation qu'elle a préalablement désignée pour expertiser la qualité des crédits du bloc de créances à céder et structurer le montage.

1.3. La troisième étape : Souscription de l'émission auprès du dépositaire central

Les titres émis seront inscrits auprès du dépositaire central qui agit pour le compte des investisseurs détenteurs des titres. Le privilège que dispose le dépositaire central lui procure le droit de suivre de manière habile l'exécution des obligations de

chacun des intervenants dans l'opération de titrisation. Il a pour missions d'analyser l'inventaire périodique de l'actif, de veiller à la distribution des paiements aux investisseurs et, le cas échéant, déclarer la liquidation de l'émission et engager en justice les actions nécessaires pour protéger les intérêts des investisseurs.

Figure 5: Montage d'une opération de titrisation



Source : A. BELTAS, la Titrisation, édition légende, 2007.

1.4. Quatrième étape : Gestion des créances cédées

La gestion des créances cédées nécessite la création d'un organe de gestion qui aura pour mission principale la collecte des paiements d'intérêt et les remboursements de principal sur le bloc de créances cédées et, parfois, de la remise de ces fonds au dépositaire. Les fonds collectés peuvent faire l'objet d'un placement temporaire dans le marché par l'organe de gestion jusqu'à leur transfert aux investisseurs à condition que ces placements soient sans risque (du type bons du trésor).

Une agence de notation évalue ses capacités et compétences ainsi que la qualité des actifs sous-jacents et la structure de l'opération. Ses conclusions déterminent le degré de rehaussement de crédit éventuellement nécessaire, surtout si les actifs ont un classement inférieur à celui que recherchent les investisseurs potentiels.

Dans d'autres cas, le cédant de créances assure leur gestion après cession. Ainsi, Il est appelé le « cédant/gestionnaire » pour les deux fonctions qu'il assume.

1.5. Cinquième étape : Rehaussement de crédit

Le bloc de créances cédées n'est jamais à l'abri d'une détérioration de sa qualité qui se répercuterait sur celle des titres. En d'autres termes, les investisseurs ne sont pas prêts de payer les risques inhérents à ces créances. La SAH doit présenter aux investisseurs des garanties certifiant sa capacité à faire face aux éventuels aléas sur le portefeuille.

La SAH bénéficiera d'un rehaussement de crédit qui vise à diminuer les risques de crédit. Différentes formules sont associées. Il peut s'agir d'un surdimensionnement du portefeuille, de l'émission de tranches subordonnées ou de l'engagement de paiement de tiers garants si le débiteur faillit à ses obligations.

Ces protections des investisseurs, visent à améliorer le degré de sécurité des titres émis. Ils sont un indicateur de la proportion de risque transférée au marché qui est quantifié par le calcul du Taux de Rehaussement de Crédit (TRC) à atteindre²⁰. L'investisseur n'étant touché par la détérioration des actifs qu'après épuisement des protections.

Les agences de rating interviennent en amont dans l'opération de titrisation pour estimer dans un premier temps le taux de perte pouvant affecter les actifs dans différentes hypothèses de défauts.

²⁰ Exemple : si on veut atteindre un TRC de 20% sur 1 million de DA de créances éligibles, on emmètra 800000 DA sous forme de titres « senior » vendus aux investisseurs, et 200000DA sous forme de titres subordonnés revendus au cédant. Les titres prioritaires « senior » sont ainsi rendus plus sécurisés.

Il s'agira donc, dans un second temps, de déterminer le niveau de protection dont la mise en jeu réduira la perte escomptée supportée par l'émission proposée aux investisseurs à un niveau correspondant à la notation souhaitée.

Les garanties d'une opération de titrisation peuvent être internes, issues des flux financiers générés par les actifs comme le surdimensionnement, la subordination et le fond de réserves, ou externes, apportées par des tiers et s'ajoutant éventuellement aux premières.

1.5.1. Les garanties internes

a. Le surdimensionnement

L'établissement de crédit ou l'entreprise cède un montant de créances supérieur aux disponibilités reçues en contre partie. La différence est une garantie en cas de défaillance des actifs.

b. La subordination

Elle consiste en l'émission de plusieurs catégories de parts : des parts prioritaires dites « senior » et des parts subordonnées qui supportent en priorité le risque de défaillance.

- La part « Senior » est notée entre AAA et AA. Elle bénéficie du rehaussement de crédit maximum dans la mesure où ses droits à intérêt et à remboursement sont réglés en premier.
- La tranche subordonnée, dont le paiement est postérieur au paiement des tranches prioritaires, supporte en premier les pertes. Par ailleurs, sa maturité est plus longue et sa notation moins bonne. De ce fait, le rendement est souvent plus intéressant.

c. Le fond de réserve

Il s'agit de disponibilités conservées par la SAH dans laquelle la société de gestion pourra puiser pour assurer les paiements prioritaires en cas d'une irrégularité dans les flux. Cette réserve peut être soit créée initialement en investissant une partie du produit de l'émission dans des actifs sans risque, soit constituée au cours du temps en conservant dans la structure les excédents d'intérêts éventuels au lieu de les reverser au cédant.

1.5.2. Les garanties externes :

a. Surety Bond

Un surety bond est une garantie émise par une compagnie d'assurance notée destinée à payer les sommes dues aux investisseurs prioritaires en cas d'insuffisance de cash flows liées aux défauts. L'émission bénéficiant de cette garantie aura alors la notation du garant (triple A en général).

Les assureurs ne donnent ce type de garanties que pour des émissions qui sans la garantie seraient subinvestment grade (BBB ou équivalent).

Cette garantie peut comporter une franchise : Dans ce cas la compagnie d'assurance n'assurera les paiements aux investisseurs au titre de sa garantie que si les pertes cumulées venaient à dépasser un certain niveau. Les premières pertes « first loss » devront donc être couvertes par ailleurs (un fonds de réserve et/ou des parts subordonnées par exemple).

b. Une garantie tierce ou une garantie maison mère

Un établissement tiers promet de rembourser un montant maximum de pertes après un montant de franchise déterminé.

Section 2. Principaux intervenants

2.1. L'arrangeur

Sa principale mission est d'assurer la mise en oeuvre et le montage de l'opération de titrisation. C'est le plus souvent une banque, un groupe de banque ou un service spécialisé d'une banque d'affaires, ayant pour charge de trouver les cédants et les investisseurs potentiels. Il structure l'opération de titrisation avec la participation de la société de gestion et du dépositaire central. Ce service d'expertise peut couvrir toutes les étapes de l'opération, c'est-à-dire de la conception à la structure financière et même à l'émission des parts.

2.2. Le cédant

Initialement, l'établissement cédant est un établissement de crédit, ou une compagnie d'assurance ou encore une caisse de dépôts. Aujourd'hui, étant donné le développement de cette technique et les incontestables avantages qu'elle apporte à la gestion bilancielle, les entreprises procèdent également à des opérations de titrisation. Ceux sont en règle générale, des grandes entreprises car le niveau des créances cédées reste élevé.

2.3. La structure Ad hoc

L'entité ad hoc est un véhicule de titrisation, appelée Special Purpose Vehicle en droit anglo-saxon (SPV) et Fond Commun de Créances en droit français (FCC). C'est une copropriété dépourvue de la personnalité morale. Sa seule raison d'être est d'acquies les créances du cédant et émettre des titres adossés à ces créances sur le marché. Cette entité intermédiaire entre le cédant et les investisseurs et aussi une garantie de bonne fin de l'opération de titrisation en cas de défaillance du cédant.

2.3.1. Le dispositif juridique du FCC

La loi 88-1201 du 23 décembre 1988 portant création du FCC a posé les fondements de la titrisation en France. Le FCC est créé à l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'un dépositaire central, dont les fonctions et les responsabilités sont strictement définies par la loi et comparables à celles qui s'appliquent aux OPCVM. Le FCC est une copropriété de valeur mobilière, sans personnalité juridique. La finalité de ces fonds est l'acquisition exclusive de créances titrisables. C'est ainsi que le fonds commun de créances est un instrument de gestion des bilans des établissements de crédits. Cette copropriété est caractérisée par une pluralité d'investisseurs, par une quote-part d'actifs proportionnelle aux nombres de parts, et par une gestion confiée à une société de gestion. Depuis 1996, le fonds commun de créances est classé dans la catégorie des organismes de placements collectifs.

Dans le but d'éviter de se soustraire à un formalisme coûteux inhérent à la cession de créances, et pour rendre ces dernières opposables aux tiers, la loi organise un mode de cession spécifique au profit du fonds. La cession s'effectue en effet, par la seule remise d'un bordereau.

Le FCC émet des parts représentatifs des créances, qu'il a acquis auprès par exemple d'un établissement de crédit. Ces parts qui ne peuvent être rachetées par le FCC, sont des valeurs mobilières représentatives d'une quote-part de copropriété de créances. Ce sont des titres négociables dématérialisés qui se transmettent sans formalité particulière par virement de compte à compte. Enfin, celles-ci sont émises en une seule fois, même si les parts ordinaires peuvent être divisées en plusieurs tranches qui présentent des caractéristiques différentes en termes de taux de durée ou de risque.

L'article 82 de la loi de 1999 autorise un fonds commun de créances à créer des compartiments en son sein. Chaque compartiment est une copropriété distincte représentant les droits des investisseurs particuliers au sein du fonds commun de

créances. Chacun des compartiments, que comporte un FCC, procède à l'émission de parts inhérents aux actifs du fonds, qui lui sont attribués. L'un des avantages de la constitution de ces compartiments est que chaque compartiment fait l'objet d'une comptabilité distincte au sein de celle du FCC. Ce dernier peut emprunter et peut être liquidé séparément. Les fonds à compartiments peuvent bénéficier à la fois d'une étanchéité parfaite de leurs créances et d'un coût moindre puisqu'une même structure, le FCC, peut porter plusieurs opérations. Le FCC peut par ailleurs emprunter, et ce dans le but de pallier à un éventuel retard de paiement provenant des créances, faire face à l'impossibilité temporaire de maintenir le volume, couvrir un besoin temporaire de liquidités ou encore couvrir le risque de défaillance. Toutefois, ce recours à l'emprunt, rendu possible depuis juillet 1998, doit être précisé dans le règlement du FCC et ne doit en aucun cas, porter préjudice au niveau du degré de sécurité offert aux porteurs de parts.

A coté de ces fonds, qui sont des structures dites de « true sale » (cession parfaite), on trouve des structures synthétiques, des conduits « asset backed commercial paper » ou encore des structures « secured loan ».

2.3.2. Les fonds amortissables

Ce sont les fonds les plus simples car ils retransmettent aux investisseurs porteurs de parts les flux issus des créances, c'est-à-dire le capital et une partie des intérêts, en n'y apportant quasiment aucune transformation. L'avantage primordial de ce type de structure tient au fait que le capital remboursé périodiquement sur les créances est instantanément transféré aux porteurs de parts. En d'autres termes, le passif du fonds commun de créances s'ajuste automatiquement à son actif. On dit alors que « le FCC est parfaitement adossé en liquidité ».

Toutefois, ce procédé peut poser des difficultés dans la gestion actif-passif du cédant. En effet, la banque ne peut se satisfaire de ce résultat, étant donné qu'elle se doit d'intégrer à son analyse la gestion du portefeuille initial à son bilan. Quand la banque procède à une opération de titrisation, elle cède un portefeuille de créances, qui peut être inscrit à son bilan depuis plusieurs années. Par conséquent, ce dernier a très probablement été adossé en taux, en liquidités et en devises au moment de son élaboration. Après titrisation, le financement initial n'a plus lieu d'être. On dit alors qu'il doit être « cassé », ce qui signifie concrètement que l'établissement doit, soit le rembourser par anticipation, soit trouver un nouvel actif à financer ou encore replacer sur le marché les excédents de trésorerie. Ce procédé est donc source de

difficultés, celles-ci étant soumises à une contrainte de marché, de taux et d'information.

2.3.3. Les fonds rechargeables

A l'origine, le FCC ne pouvait émettre une nouvelle série de parts après sa création, cela conduisait à créer à chaque fois un nouveau fonds dès lors que l'on veut titriser de nouvelles créances, alors même que celles-ci sont de même nature. Depuis 1993, la législation autorise le fonds commun de créances à acquérir des créances après l'émission de parts. Cela lui permet donc de se « recharger ». On dit qu'un fonds est rechargeable lorsque celui-ci acquiert de nouvelles créances au fur et à mesure de l'amortissement des créances initialement acquises. Il s'agit donc de transformer les flux perçus par le fonds en des versements dont le profil répond au souhait des investisseurs.

Ces fonds rechargeables correspondent à un type d'amortissement déterminé, généralement similaire à celui d'une obligation remboursable in fine. Par conséquent, ce procédé permet de corriger les trois inconvénients des fonds amortissables. En effet, les fonds rechargeables permettent à l'établissement de crédit de titriser sans modifier la politique de financement initialement mise en place. L'établissement de crédit cédant ne se doit pas de « casser » le passif associé aux créances initiales. Ce dernier continue de les refinancer à son passif, et considère la trésorerie générée par l'opération comme une ressource nouvelle. L'effet positif de cette mesure est donc d'accroître la durée des fonds et de permettre la diminution des coûts de montage de l'opération, coûts étant étalés sur plusieurs opérations.

2.4. Le dépositaire Central

Dans le cadre de la loi française, c'est un établissement de crédit chargé de s'assurer de la détention des actifs par le FCC et de contrôler la régularité des opérations effectuées par la société de gestion. Il agit pour le compte des investisseurs. En résumé, le rôle du dépositaire central est le suivant :

- Veiller à la distribution régulière des paiements aux investisseurs.
- Conserver les titres des créances cédées
- Placer temporairement les liquidités des flux, à condition que ces placements soient sans risque
- Respecter un ratio de liquidité inférieur à 40% de la trésorerie disponible

- Détient les bordereaux de cession et les actes relatifs aux sûretés dont les créances sont assorties.
- s'assurer du bien fondé et de la régularité des décisions prises par la société de gestion.

Dans des pays comme la France, les paiements des investisseurs se fait par le biais de l'agent payeur qui a rôle d'exécution.

2.5. La société de gestion

C'est une société commerciale, qui a pour unique mission de gérer les créances cédées à la SAH. Cette société, obligatoirement indépendante du cédant, doit se doter des moyens humains, techniques et financiers pour mener à bien ses différentes missions et faire face à ses responsabilités. Selon le droit français, la société de gestion doit avoir un capital minimum d'environ 225000 euros et 0.5% de l'ensemble des actifs gérés. Son champ d'action est défini et organisé par le législateur Elle est avec le dépositaire des créances responsable de la conservation des actifs (créances et trésorerie) et de la régularité de la gestion.

La société de gestion a pour missions principales :

- De réceptionner les paiements en provenance de la banque cédante, et la remise de ces fond au dépositaire central qui remboursera à son tour les investisseurs détenteurs des titres ;
- De placer temporairement les fonds collectés jusqu'à leur transfert aux investisseurs.
- De fournir régulièrement à la SAH, des données statistiques et monétaires sur les créances cédées.
- D'assurer la bonne tenue de la comptabilité du fonds et d'organiser le cas échéant la liquidation du fonds.

Généralement, le cédant assure la gestion des créances cédées de façon à ne pas altérer sa relation avec ses clients (débiteurs). Ainsi, Il est appelé le « cédant/gestionnaire » pour les deux fonctions qu'il assume.

2.6. Les agences de notation

Les agences de notation comme Moody's, Fitch, etc, sont spécialisées dans l'évaluation des instruments de taux (obligations, titres subordonnés, crédits...) proposés aux investisseurs sur les marchés financiers par différents émetteurs

(entreprises, banques ou sociétés) spécialement créées pour émettre des titres comme c'est le cas de la titrisation. A chaque émission est attribuée une note qui traduit le niveau de la perte escomptée que risquent de supporter les investisseurs en achetant l'émission considérée. En ce qui concerne la titrisation. L'évaluation des parts émises par le FCC prend en considération non seulement les risques financiers liés aux comportements des débiteurs des créances acquises par la FCC mais également la solidité juridique du montage ainsi que la capacité du gestionnaire des créances à assurer le recouvrement ordinaire et contentieux des sommes dues par les débiteurs.

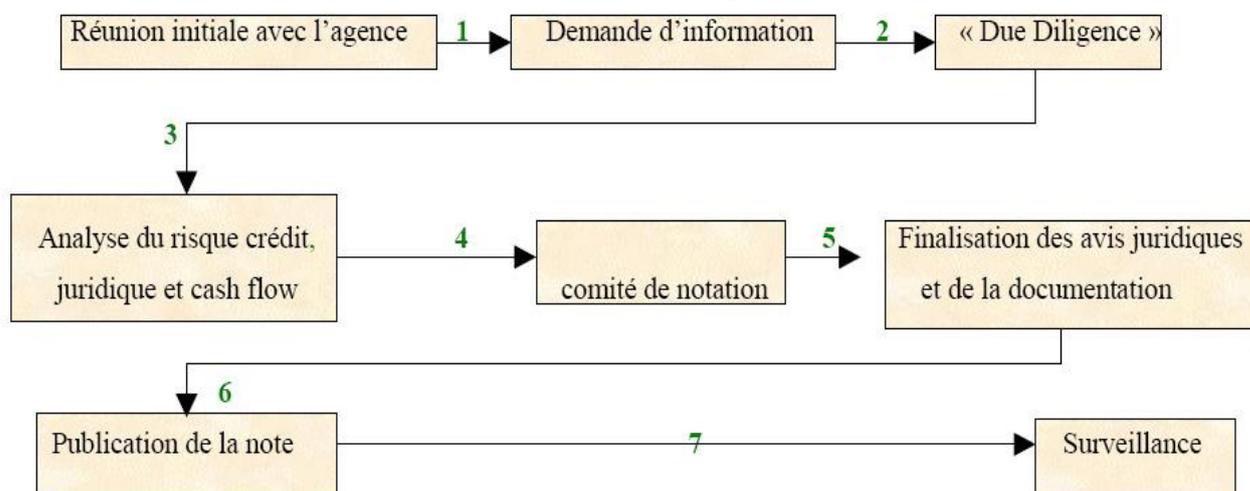
« La notation consiste en l'évaluation d'un risque attaché à un titre de créance ». En effet, elle ne constitue pas une garantie de paiement mais simplement une estimation du niveau de risque relatif à une opération. La notation d'une émission titrisée et celle d'une émission classique ont exactement la même signification. Cependant, dans le cas d'une titrisation, l'opération est montée pour répondre à un objectif précis de marché. Le rôle de l'agence de notation est central dans une opération de titrisation. C'est en effet, cette dernière qui étudie et analyse l'ensemble des facettes de la transaction.

- Elle s'assure de la qualité des créances titrisées, c'est-à-dire qu'elle évalue les flux engendrés par le portefeuille, évalue les probabilités de connaître des impayés ou des remboursements anticipés. C'est également elle qui vérifie la solidité du cédant (gestion commerciale des prêts, capacité de recouvrement,...), ainsi que la sécurité juridique du montage de l'opération. Enfin, son rôle réside également dans l'évaluation des risques techniques.
- L'agence analyse les flux de trésorerie attendus sur les créances du portefeuille considérés et détermine, si nécessaire, quelles sont les couvertures nécessaires, et ce dans le but d'atteindre le degré de notation souhaité. L'agence de notation ne se contente pas de prendre en compte une situation donnée, mais construit véritablement une structure apte à assurer le remboursement des titres émis avec une sécurité qui est fonction du niveau de note requis. Les montages de titrisation sont en fait menés pour répondre à une double exigence : sécurité pour les porteurs des titres et intérêt économique pour les initiateurs. Le but est ici de s'assurer que les sommes reçues par le véhicule de titrisation soient suffisantes pour payer en temps et en heure l'intérêt et le capital promis de la dette notée.
- L'analyse qui en est faite, d'après le processus ci- dessus sera donc synthétisée dans une note qui reflète la capacité de l'émetteur à honorer ses

engagements. Dans ce type d'opération, la surveillance est systématique et continue, car il s'agit de s'assurer à tout moment que les conditions qui ont fondées l'opération perdurent. L'appel à une agence de notation est obligatoire car l'AMF exige la présentation de la note élaborée par l'agence de notation, pour donner son accord à l'opération de titrisation.

- La notation est essentielle pour le cédant des créances, donc dans notre étude l'établissement de crédit, car le ratio Cooke pondère les engagements prudentiels en fonds propres par la qualité des créances cédées.

Figure 6: Schéma du processus de notation d'une opération de titrisation



Source : Standart & Poor's

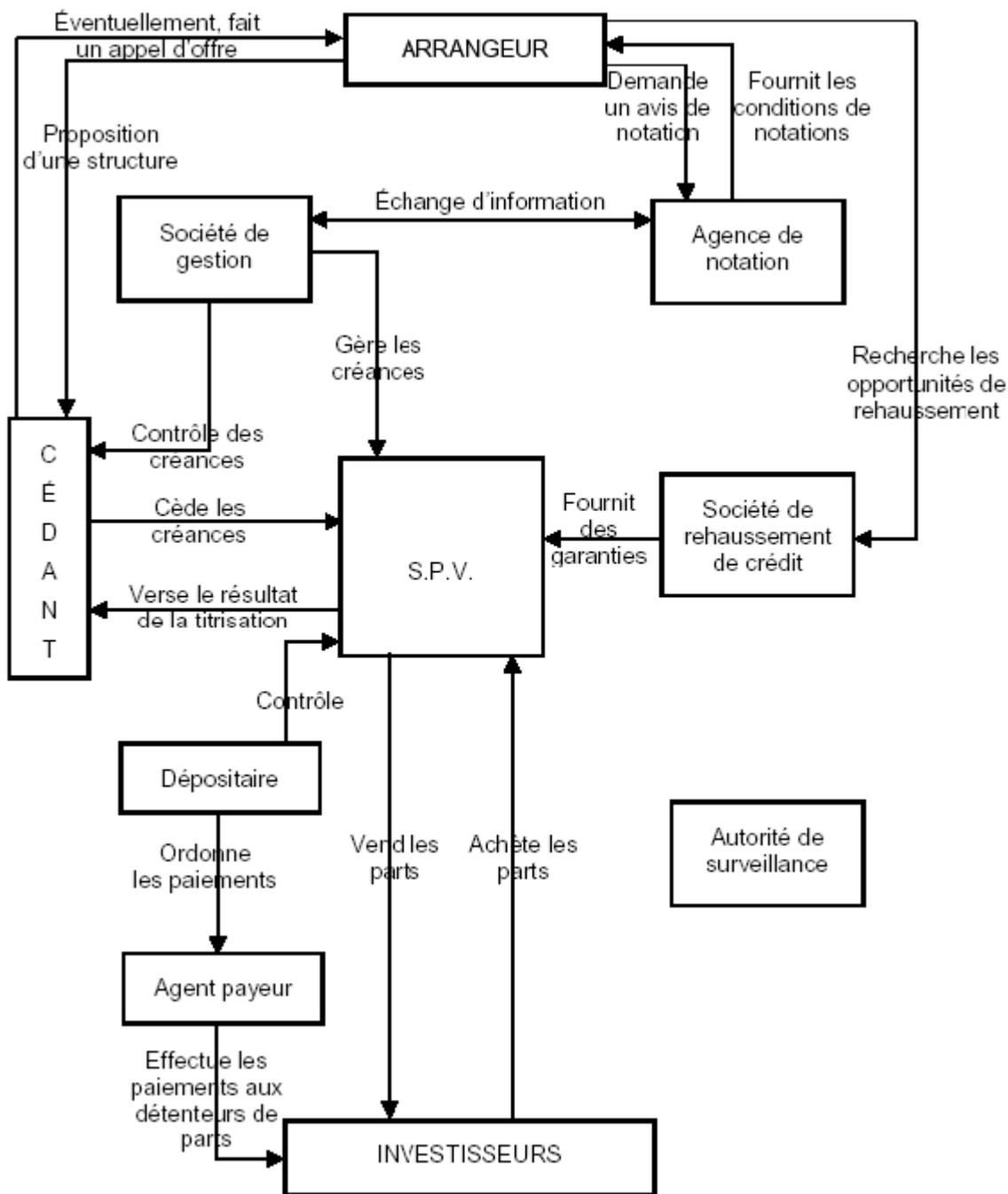
2.7. Les rehausseurs de crédit :

Il s'agit le plus souvent de banques ou d'assureurs, qui interviennent pour la mise en place des garanties internes ou externes qui permettront aux émissions d'obtenir la note maximale que l'agence de notation peut leur attribuer.

2.8. Les autorités de surveillance ou de tutelle :

Le processus de l'opération de l'émission et sa régularité est surveillé souvent par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations en Bourse des Valeurs Mobilières (COSOB). Elle veille à la transparence des opérations, en tenant informé les investisseurs de tout ce qui est en relation avec les titres émis dans le but de leur assurer une meilleure protection.

Figure 7: Schéma de titrisation



Source : Banque Magazine, « Fonds communs de créances un cadre juridique élargi et précisé », Avril 2005

Section 3. Les risques inhérents à une opération de titrisation

Les actifs transférés à la SAH, ont un certain niveau de probabilité de défaillance. Ce risque est évalué lors de la notation et de l'émission des tranches. C'est un risque lié au crédit comme pour le risque de remboursement anticipé, mais aussi il est soumis aux conditions de marché dont les variations ne peuvent pas toujours être prises en compte dans la notation.

Les agences de notation, lors de son évaluation du risque de crédit, prennent en considération la nature du crédit octroyé, son échéance, le volume, la durée, la quotité et la dispersion relative à la localisation de la propriété.

Aussi, il faut noter qu'au cours de l'opération de titrisation, les différents intervenants peuvent faire défaut notamment lorsque le même intervenant est chargé d'accomplir plusieurs fonctions dans la structure de titrisation.

3.1. Le risque de remboursement anticipé (ou de prépaiement)

Le risque de remboursement anticipé a été identifié pour la première fois par la mise en place des MBS. Les profils de remboursement des créances cédées à la SAH sont déterminés. Tous les crédits produisent des flux des paiements mensuels incluant les intérêts et le principal. Ce pendant, elles peuvent être fortement affectées par des décisions des débiteurs qui sont autorisés à rembourser leur crédit par anticipation en partie ou dans la totalité, avant l'échéance.

En effet, la fréquence d'exercice de l'option du remboursement anticipé par les débiteurs dépend de l'évolution des taux d'intérêt sur le marché lorsqu'il s'agit des crédits à taux fixe. En période de baisse de taux du marché, les débiteurs ont tout avantage à rembourser leurs prêts par anticipation et à en souscrire un nouveau bénéficiant des conditions de marché plus favorables. Ces remboursements anticipés réduisent la valeur des titres adossés aux crédits.

Déterminer le taux de probabilité de remboursement anticipé permet de déterminer la valeur marchande du titre en évaluant sa durée de vie moyenne. Cette dernière affecte le taux de rendement du placement car le capital perçu doit être réinvesti avec des taux d'intérêts inférieurs à ceux existants au moment du placement initial. C'est le risque de réinvestissement.

3.2. Le risque de défaillance des débiteurs

Les titres cédés dans l'opération de titrisation sont soumis au risque de défaillance. Ce risque est évalué lors de la notation et de l'émission des tranches. Le niveau de probabilité de défaillance dépend de la nature des créances qui sont titrisées. Le risque est un risque intrinsèque lié au crédit mais aussi aux conditions de marché

dont les variations ne peuvent ne pas toujours être prises en compte dans la notation. Il peut être aussi un risque systémique en cas de difficultés majeures sur les marchés financiers affectés par des effets de contagion. Différentes techniques sont utilisées pour réduire le risque de défaillance des débiteurs.

3.3. Le risque de liquidité

Pour une émission, le risque de liquidité est mesuré par sa capacité à être négociée sur le marché à n'importe quel moment à un prix approchant sa valeur intrinsèque. Elle se mesure communément par les écarts achat-vente (bid-ask spreads). Un niveau de liquidité faible se traduit par un spread élevé entre les cotations à l'achat et à la vente sur le marché secondaire. Cet écart mesure le risque de liquidité pour les investisseurs qui souhaiteraient mobiliser leurs titres avant leur maturité.

3.4. Le risque de perturbation des flux financiers

Il peut exister un manque de synchronisation parfait entre les flux attendus par les détenteurs de parts et les paiements réellement effectués par la SAH. Ces perturbations peuvent être engendrées par des retards de paiements des remboursements anticipés ou des problèmes d'erreurs ou des difficultés techniques lors des paiements.

3.5. Le risque de détérioration de la notation

Au cours de la vie de la SAH, il peut arriver que la notation effectuée par les agences spécialisées soit revue à la baisse. Cette éventualité est néanmoins assez faible du fait de l'existence de techniques de réduction du risque.

3.6. Le risque de défaillance des intervenants

Plusieurs entités sont parties prenantes à une opération de titrisation. Le risque existe toujours que l'une de ces parties fasse défaut. Certains commentateurs passent par ailleurs que ce risque est accentué dans la mesure où une même entité peut jouer plusieurs rôles dans la structure de titrisation.

3.7. Le risque réglementaire et de changement des normes comptables

D'un pays à l'autre la réglementation sur la titrisation n'est pas la même. Les marchés se sont développés au rythme de la déréglementation. Cependant les différents marchés ne sont pas à l'abri de retour à des conditions plus restrictives en particulier si l'on venait à s'inquiéter de la fragilisation que représente, pour certains, le transfert de risques habituellement supportés par des établissements de

crédit. De la même façon le marché de la titrisation pourrait être affecté par des changements apportés aux normes comptables retenues pour ces transactions.

Section 4. Le coût d'une opération de titrisation

La titrisation est une innovation financière assez compliquée dans son montage mais généralement motivée par le profit. Le coût d'une opération de titrisation est extrêmement variable en fonction de la taille de l'opération en elle-même. En effet, outre les coûts liés aux ressources humaines (salariés qualifiés et spécialisés dans des opérations de titrisation) et les coûts de la mise en place de ces opérations, il faut y ajouter les coûts internes engendrés par l'adaptation du système informatique, le contrôle imposé par la loi ainsi que les coûts administratifs et comptables. On considère généralement que ces coûts constituent une obligation pour tout établissement financier désireux d'entrer sur le marché de la titrisation.

Les normes fiables sur les montants des commissions et des frais versés ne sont pas très nombreuses. On retient généralement, la composante des divers frais, commissions et rémunérations, établie en 1997, par Garnier et Jaffaux²¹ et qui se présente comme suit :

- Les frais de constitution de 0,1 % à 0,25 % de l'encours des créances cédées ;
- La commission d'arrangeurs de 0,15 % et 0,35 % de l'encours ;
- La commission de garantie et de placement des titres de 0,25 % à 0,5 % du montant nominal des parts émises ;
- Les frais de gestion liés au fonctionnement du fonds commun de créances de 0,15 % à 0,30 % de l'encours des créances cédées.
- rémunération de l'agence de notation.

Ainsi, pour un fonds de 350 millions d'unité, le coût total de l'opération est compris entre 2.15 et 4.2 millions d'unité. Généralement, les frais de montage et de fonctionnement d'une opération de titrisation s'élèvent environ à 0,9% du fond.

La titrisation apparaît plus onéreuse qu'une augmentation classique du capital, qui s'élève en moyenne à 0.6%. L'intérêt du recours à la titrisation est justifié par la valorisation de l'économie de fonds propre qu'elle induit.

²¹ Garnier, T. et C. Jaffaux, «La titrisation : aspects juridique et financier», Economica, 1997.

Chapitre 4. Avantages et inconvénients de la titrisation

La titrisation est un instrument efficace de gestion de bilan : elle permet de modifier le contenu et l'équilibre du bilan, de réduire le besoin en fonds propres et entraîne une modification sensible des sources de financement. En effet, la possibilité de sortir de l'actif tout ou partie des créances contre des liquidités permet à la fois de réduire le risque financier global du cédant, d'augmenter sa capacité d'endettement et d'améliorer la trésorerie. La titrisation a aussi ses inconvénients dont figure principalement la crise des subprime qui est devenue aujourd'hui une crise systémique.

Nous allons donc présenter dans ce chapitre, les intérêts que peuvent trouver les banques et les entreprises à procéder à des opérations de titrisation. Nous présenterons également les motivations pouvant pousser les investisseurs à s'engager financièrement dans une telle opération, c'est d'eux que dépend le succès de celle-ci. Ce chapitre s'étalera aussi sur les inconvénients de la titrisation.

Section 1. Les avantages de la titrisation pour les établissements de crédit

Les institutions bancaires ont été les premières utilisatrices de la titrisation et bénéficiaires de ses avantages. La titrisation s'est vite imposée dans ce contexte comme un outil de gestion de bilan d'une grande efficacité. Il apporte en effet des réponses et des solutions pertinentes aux problèmes que rencontrent les établissements financiers confrontés à la triple contrainte de gestion de crédit de , liquidité et des risques de taux.

1.1. La gestion du risque de crédit

Dans le cadre de son activité d'octroi de crédits, la banque procède à un suivi permanent du risque d'insolvabilité de ses clients. Cette opération engendre des coûts de gestion importants. Il est évident donc que la banque peut éprouver le besoin de se libérer de certains de ses crédits et donc leurs coûts de gestion, et aussi du risque de crédit qui leur est associé, pour satisfaire une contrainte de solvabilité.

Une des missions de l'organisme chargé du montage de l'opération de titrisation est d'évaluer l'impact de cette opération sur le ratio de solvabilité de la banque. La cession des créances titrisées permet, en effet, d'alléger les engagements pondérés de la banque, et donc d'augmenter le ratio de solvabilité défini comme le rapport entre ses fonds propres et ses engagements pondérés.

La cession des créances sur la clientèle implique le transfert, de manière simultanée mais plus ou moins complète, d'une partie des risques attachés à la détention d'un actif bancaire.

La titrisation aboutira à une réduction des risques portés au bilan des banques. L'investisseur n'est pas appelé systématiquement à prendre lui-même en charge la totalité du risque de signature. La titrisation permet en effet le transfert du risque de liquidité (défaillance) sur les porteurs de parts. C'est ainsi que la structure ad hoc doit se couvrir contre les risques de défaut de paiement des débiteurs des créances au moyen de différentes techniques de garanties (cautions bancaires, assurances privées, surdimensionnement, parts spécifiques).

1.2. La gestion du risque de liquidité

Le risque de liquidité correspond au risque de ne pouvoir vendre à son prix un titre financier. Il peut se traduire, soit par une impossibilité effective de le vendre, soit par une décote dite d'illiquidité.

Dans ce sens, la titrisation permet non seulement à la banque d'améliorer son ratio de solvabilité, mais aussi ses ratios de liquidité. En effet, la titrisation de créances permet de les sortir de l'actif du bilan et de les transformer en liquidités. Ainsi, des créances, qui n'avaient donc pas vocation à être négociables sur le marché secondaire (des crédits bancaires en l'occurrence), permettent d'améliorer la situation de liquidité de l'établissement cédant et d'alléger ainsi son bilan. Par conséquent, le risque de liquidité des établissements de crédit s'en trouve réduit.

Par ailleurs, la titrisation offre aux établissements de crédit l'avantage de diversifier leurs sources de refinancement en accédant au marché sous une autre signature que la leur.²²

1.3. La gestion du risque de taux

Le principal effet attendu de la titrisation est de transférer à l'investisseur une partie des risques de taux notamment celui résultant d'une trop forte position de transformation ou celui qui découle du remboursement anticipé des prêts à taux fixe. Elle permet donc aux banques de continuer d'accorder des prêts à taux fixe qui seront titrisés, tout en ne prenant pas le risque de taux, qui sera en définitive porté par l'investisseur. Cette technique financière offre aux banques la possibilité de geler leur marge et de se protéger contre une trop grande exposition au risque de variation des taux.

²² F.HENROT, "Conditions de succès" in *Titrisation an III*, Revue Banque éditeur, 1997

1.4. Rationaliser le reporting de la banque

Outre la meilleure gestion des trois risques ci-dessus, l'usage de la titrisation favorise la rationalisation des fonctions au sein de la banque. Savoir en effet si une opération de ce type est rentable implique une analyse des lots de créances, mais aussi des circuits et procédures de création de ceux-ci. F.Henrot parle à ce propos de "scanner qui force les banques à analyser les conditions du prix de revient de chacune des catégories de crédit qu'elles produisent"²³. Ainsi, la titrisation tend à permettre aux établissements de crédit de mieux appréhender leurs différents types de créances.

Section 2. Les avantages de la titrisation pour les entreprises

La titrisation est accessible aux Etats-unis à toute société détentrice de créances, organismes financiers ou non depuis le début. Tandis qu'en France la loi a longtemps restreint l'usage de la titrisation à ces seuls organismes (établissement de crédit et Caisse des Dépôts et Consignations). Néanmoins, cela n'empêcha pas quelques grandes entreprises (Bull, Airbus...) d'effectuer des opérations de titrisation sur les marchés anglo-saxons, attirées par les avantages de ces opérations financières, on parle alors de titrisation offshore.

Nous allons maintenant présenter les trois principaux intérêts pour les entreprises d'avoir recourt à la titrisation ; la possibilité de rendre liquides les créances clients, de donner un meilleur accès au marché des capitaux et de fournir un meilleur équilibre bilantiel.

2.1. Rendre liquides les créances clients

On peut tout d'abord remarquer que le recours au crédit inter-entreprises est plus important en France que dans beaucoup de pays. Ainsi, la durée moyenne de ce crédit inter-entreprises est de 90 jours en France alors qu'elle ne dépasse pas 30 jours au Royaume-Uni et aux Etats-Unis et 15 jours en Allemagne. Ainsi, tout particulièrement en France, le premier des intérêts de la titrisation pour les entreprises est donc de fournir des sources de financement plus avantageuses (que l'escompte, l'affacturage ou la cession Dailly) afin d'élargir leur gamme de refinancements courts.

¹⁷ F.HENROT, "Conditions de succès", *Titrisation an III*, Revue Banque éditeur, 1997

La titrisation est la réponse appropriée pour une entreprise industrielle et commerciale qui a des difficultés à mobiliser ces créances commerciales qui alourdissent son bilan et qui lui font supporter des risques de crédit sur son portefeuille clients. Cette technique est un instrument adapté à leurs besoins de liquidités et de transfert de risque, car les risques inhérents aux créances cédées sont transférés au fonds, le cédant ne conservant qu'un risque limité.

De plus, cette technique est un cercle vertueux qui réduit le coût du crédit. En effet, les créances étant transportées, il n'y a alors plus de coût financier, ni de coûts de détention ou d'impayé, et le risque de crédit lié aux créances cédées est limité. Ce qu'il est important de signaler c'est que cette technique ne change en rien la gestion de l'entreprise puisque les rapports opérationnels et commerciaux avec les clients demeurent inchangés, d'autant que le cédant reste en charge de la gestion quotidienne et du recouvrement des créances cédées.

2.2. Un meilleur accès au marché des capitaux

La titrisation est considérée comme une opération hors bilan et, à ce titre, les créances cédées sortent définitivement de l'actif et leur cession procure de la trésorerie. L'intérêt pour l'entreprise est clair : l'actif de son bilan voit disparaître le montant des créances titrisées, tandis que dans le même temps, un flux de liquidités revient et améliore sa trésorerie. Il s'agit donc d'un intérêt comptable, puisqu'on remplace des créances illiquides par les liquidités provenant des ventes des titres par le fonds.

La titrisation permet aux plus grandes entreprises d'accéder au marché des capitaux à de meilleures conditions, car elles y apparaissent sous le couvert d'une structure dotée d'une meilleure qualité de signature et d'un autre nom (les titres issus d'opérations de titrisation sont souvent très bien notés). Le recours à la titrisation permet à l'entreprise de s'assurer un financement à des conditions qui reflètent la qualité du pool d'actifs cédés et de s'affranchir de l'opinion que porte le marché sur sa qualité de crédit.

2.3. Un meilleur équilibre bilantiel

Au niveau comptable, la titrisation permet aussi à l'entreprise d'améliorer la proportion de ses fonds propres par rapport à son total de bilan, puisque le financement correspondant aux actifs titrisés n'est pas une dette. Titriser permet d'améliorer les ratios de liquidité de l'entreprise. Mais la sortie du bilan d'un bloc de

créances permet également d'alléger le besoin en fonds de roulement de l'entreprise, d'améliorer la liquidité de l'actif, et par suite d'éviter de la soumettre à la défiance des prêteurs à court terme.

Les ratios d'endettement et de solvabilité sont tout autant favorisés. La titrisation permet en effet en tant qu'outil de refinancement de lever des liquidités sans alourdir l'endettement. Le poids des dettes par rapport aux fonds propres est une clé essentielle pour apprécier la solvabilité de la société. En effet, le risque d'insolvabilité est d'autant plus grand que l'entreprise souffre d'un endettement excessif associé à une carence de fonds propres. Les fonds propres constituent l'amortisseur qui permet de soutenir les dettes de l'entreprise et d'absorber ses pertes en cas de difficulté. C'est en ce sens que la titrisation, en tant que substitut à un endettement additionnel, peut être considérée comme un facteur améliorant la liquidité de l'entreprise cédante.

Section 3. Les avantages de la titrisation pour les investisseurs

Nous venons de voir les multiples avantages qu'offre la titrisation aux établissements de crédit et entreprises quelconques. Mais pour que ceux-ci puissent profiter de ces avantages, encore faut-il que les investisseurs s'engagent financièrement dans ce type d'opérations. Et pour qu'ils le fassent, il faut qu'ils y aient intérêt.

Les créances titrisées sont souvent des placements sûrs, à haut rendement, et liquides.

3.1. Un placement sûr

Comme nous l'avons présenté plus haut, il existe de nombreuses techniques de réduction des risques. Elles sont généralement utilisées de façon associée. Le plus souvent sont combinées des garanties internes (lettre de crédit du cédant, surdimensionnement, subordination de type parts prioritaires/parts subordonnées, fonds de garantie) et des garanties externes (bancaire, assurance financière de type monoline ou multiliné).

Ces garanties permettent de créer des supports de placement acceptables pour les investisseurs les plus sensibles au risque de défaut. On peut illustrer notre propos par le fait qu' une grande majorité des titres émis lors des opérations de titrisation

sont très bien notées par les agences de notation²⁴, ce qui tend à montrer que ces placements sont peu ou très peu risqués.

3.2. Une bonne rentabilité

D'après la banque Merrill Lynch, "Les parts de Fonds Commun de Créances proposent des rendements souvent supérieurs aux titres de créances appartenant à la même classe de risque, et notamment les obligations émises directement par des emprunteurs triple A"²⁵.

3.3. Une liquidité moyenne

D'une manière générale, il est constaté que les produits les plus recherchés par les investisseurs présentent une des caractéristiques suivantes : simplicité, rentabilité, faible risque et liquidité. Il est évidemment impossible d'atteindre ces quatre objectifs auxquels d'ailleurs, les agents concernés n'accordent pas la même priorité. La négociabilité, le placement public et la cotation des titres visent à garantir une liquidité satisfaisante pour l'investisseur. La liquidité d'un actif, paramètre central de la décision d'investir, s'entend comme la capacité d'un bien à être cédé sans perte de valeur due à la difficulté de trouver une contrepartie.

Mais malgré les efforts accomplis par les banques en France, les parts de FCC représentent des titres incontestablement moins liquides que les obligations classiques. Les Etats-Unis de par la taille énorme du marché concerné sont beaucoup mieux lotis en la matière. Le caractère assez peu liquide constitue ainsi un léger défaut de ce type d'investissement.

Section 4. La titrisation et la gestion des fonds propres

Comme les bilans des banques se détériorent en période de ralentissement² économique, sous l'effet d'une diminution de la demande de crédit et de l'accroissement du risque de défaut, les banques peuvent être exposées à une forte contraction de leurs fonds propres. Pour remédier à cette situation et se conformer aux réglementations relatives à l'adéquation des fonds propres, les banques peuvent soit essayer de lever des capitaux, soit réduire les crédits. Toutefois, l'augmentation de capital peut être difficile ou très coûteuse en période de ralentissement économique et de détérioration des bilans des banques. Pour ces raisons, la

²⁴ Site web de Merrill Lynch : <http://www.ml.com>

²⁵ Site web de Merrill Lynch : <http://www.ml.com>

titrisation est un des meilleurs moyens pour réduire leurs besoins en fonds propres et améliorer leur rentabilité tout en respectant le ratio Cooke.

4.1. Economies de fonds propres

Parmi la panoplie d'instruments utilisés par les autorités de supervision pour assurer la stabilité du secteur bancaire, la régulation des fonds propres occupe sans aucun doute une place privilégiée. Cette régulation vise à diminuer le risque excessif des banques et améliorer leur ratio de solvabilité.

L'accord de Bâle de 1988 a considérablement contribué à la promotion du Ratio Cooke. Cet accord se préoccupe de la solvabilité des banques. Il tente d'harmoniser la régulation du capital bancaire¹. L'accord prend en considération le risque du crédit. La règle introduite impose aux banques une détention minimale de fonds propres d'un niveau équivalent à 8% au moins du total de leurs actifs pondérés en fonction des risques.

$$\text{Ratio Cooke} = \frac{\text{Fonds propres}}{\text{Actifs risqués pondérés}} \geq 8 \%$$

Le numérateur du ratio Cooke représente les fonds propres qui sont constitués :

- Des fonds propres de base ou « noyau dur » qui regroupent essentiellement : le capital social, les réserves et les résultats en instance d'affectation ;
- Et des fonds propres complémentaires ou « noyau mou » qui englobent les provisions, les subventions et les emprunts subordonnés.

Le dénominateur du ratio Cooke reprend l'ensemble des actifs affectés d'un coefficient le risque encouru. Les pondérations sont établies par classes d'actifs, comme suit²⁶ :

- Pondération 0% : pour les créances sur les Etats ;
- Pondération 20 % : concernant les créances sur les banques et les collectivités locales ;

²⁶ J. Bessis, Gestion des risques et gestion actif/passif des banques, Dalloz, Paris 1995, P 59.

- Pondération 50 % : les créances garanties par une hypothèque ou crédit bail immobilier ;
- Pondération 100 % : tous les autres éléments d'actifs, dont les crédits aux particuliers.

Le Ratio Cooke est un instrument de politique prudentielle qui a un impact direct sur les établissements financiers en matière de distribution de crédits et donc sur les volumes à titriser.

Les banques peuvent répondre aux exigences du Ratio Cooke grâce à la titrisation qui permet la sortie du bilan d'une partie de l'actif en vue de sa titrisation par la SAH. Elle est donc un outil d'amélioration du ratio de solvabilité des banques.

L'application du Ratio Cooke par les établissements financiers les a incité à s'organiser mieux dans le calcul des ratios prudentiels en favorisant les engagements associés aux coefficients de pondération les plus bas, en tarifant leurs produits en tenant compte de leur impact sur le ratio Cooke, en recherchant des activités non bancaires n'ayant pas d'impact sur leurs fonds propres et en améliorant leur capitalisation, surtout par le biais d'un accroissement des «fonds propres complémentaires» (Tier 2)²⁷.

La titrisation, avec la contrainte du ratio cooke et son respect par les banques, conduit à une « économie » des fonds propres en diminuant leurs besoins en fonds propres par la sortie de leurs bilans, d'une partie de leurs actifs dormants²⁸. La titrisation est ainsi un outil de gestion du ratio de solvabilité et permet de libérer des fonds pour de nouvelles activités.

Mais parallèlement les banques ont réalisé que la contrainte du ratio Cooke pouvait être respectée en sortant de leurs bilans un certain nombre de leur engagement. La titrisation a été pour les plus sophistiquées d'entre elles le moyen de réussir cette opération.

Toutefois, cet impact est plus limité quand le cédant donne des garanties aux fonds. Le dispositif prudentiel initial se limitait à prévoir que ces garanties devaient être reprises à 100% dans le dénominateur du ratio de solvabilité. Cette situation conduisait à la diminution de la couverture des risques par les fonds propres.

²⁷ BELTAS A. « La titrisation » Edition Légende 2007, p130à 136

²⁸ BELTAS A. « La titrisation » Edition Légende 2007, p135

Ce règlement a été modifié de façon à ce que la garantie donnée par le cédant, quelque soit sa forme ou sa dénomination, soit déduite des fonds propres. Dans ces conditions, les banques ont intérêt, si elles le peuvent à faire porter ces garanties par des investisseurs extérieurs.

Il est alors important d'élaborer des montages spécifiques pour convaincre ces investisseurs de supporter le risque. « Quelque soit la solution choisie, une titrisation se traduit néanmoins par une économie sensible des fonds propres».

Il est à noter que le ratio Cook est devenu le ratio Mac Donought.

$$\text{Ratio de Mc Donough} = \frac{\text{TOTAL des FONDS PROPRES}}{\text{Risques crédits} + \text{Risques de marché} + \text{Risques opérationnels}} \geq 8\%$$

Ce nouveau ratio présente des innovations majeures comme par exemple, une plus grande différenciation dans le traitement du risque, une extension des risques pris en compte, l'ouverture d'options ou encore attribuer un rôle aux autorités de surveillance plus important. Ce ratio marque l'avènement d'un nouvel âge des métiers de la banque tant du point de vue de l'industrie bancaire elle même que de son contrôle. Il est important de souligner que ces ratios, qui assurent la stabilité et la solvabilité du système bancaire, sont des conditions pour assurer le bon fonctionnement du système financier.

Les travaux du comité de Bâle II, qui concernent aussi bien la titrisation ordinaire que synthétique, vont affecter de manière significative l'intérêt de ces opérations de titrisation. L'objectif de cette réforme reste l'adéquation entre les exigences en fonds propres et les risques économiques encourus. Une des premières conséquences de l'instauration du ratio Mac Donought est le renchérissement du coût du crédit pour les établissements de crédit. Dans un second temps, une nouvelle catégorie d'actifs entre dans les règles d'allocation de façon avantageuse : « les produits de titrisation dont la pondération passe à 20% s'ils sont notés AA, ou à 50% s'il atteignent A et 100% à partir de BBB ». Ces implications devraient renforcer la titrisation du moins sur certains actifs et pour certains établissements.

4.2. Améliorer la rentabilité des fonds propres

La titrisation permet non seulement de diminuer le besoin en fonds propres mais aussi d'améliorer leur rentabilité.

C'est en partie grâce à ces avantages considérables, que la titrisation est systématiquement utilisée, et ce depuis déjà quelques années, par les établissements de crédits américains, à l'instar de Citybank, Bank of America ou encore Citycorp. « Ces dernières affichent une rentabilité financière proche de 20% ». En ce qui concerne la Citybank, les analystes financiers estiment que le recours à cette technique aurait permis à cette entité d'accroître son ratio de rentabilité financière d'au moins de 3%.

Pour illustrer l'impact de la titrisation sur la rentabilité des fonds propres nous exposons des exemples en référence à ceux donnés dans ce sens par la BRI²⁹.

L'exemple présente un bilan d'une banque avant la titrisation.

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêt	200	Dépôts	176
Moins les réserves	(2)	Fonds propres	22
Total Actif	198	Total Passif	198

Le risque Total Actif Pondéré (TAP) = 200

Fonds propres tier 1 = 22

Fonds propres tier 2 = 24

Ratio fonds propres tier1 (tier1/TAP) = 11%

Ratio fonds propres tier2 (tier2/TAP) = 12%

²⁹ Banque de Règlements Internationaux (BRI) ou (Bank for International Settlements en anglais BIS) surnommée la banque centrale des banques centrales. En collaboration avec son comité de BALE, la BRI a présenté des exemples démonstratifs sur l'impact de la titrisation sur l'économie des fonds propres des banques via son site officiel www.bis.org

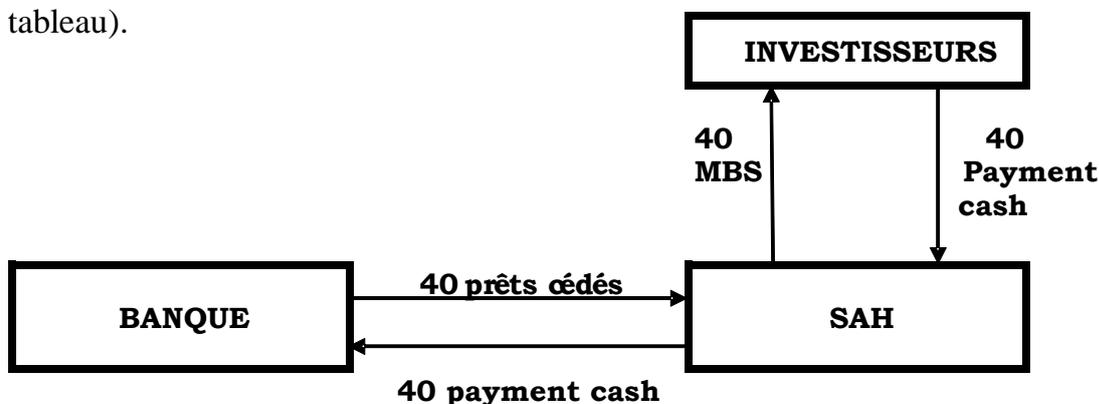
Selon le bilan ci-dessus, la banque octroi des prêts pour un montant total de 200 \$ dont le risque est financé par les dépôts soit 176 \$ et le capital qui est de 22 \$. Les pertes anticipées sur les prêts sont déterminées par les réserves qui sont de l'ordre de 5 \$. Les ratios du capital requis par rapport à cette situation de départ du bilan avant la titrisation sont de 11% et 12% respectivement.

Le bilan du départ de la banque, va subir des changements avec l'application des deux types de titrisation soit avec ou sans recours.

4.2.1. Titrisation sans recours (avec cession)

La titrisation sans recours implique la cession de créances par la banque à la SAH qui émettra des titres d'un montant équivalent au montant de la cession.

Dans l'exemple de la BRI, la banque cède 40 \$ de prêts à la SAH, sans recours. La SAH, émet pour 40 \$ de MBS placés auprès des investisseurs. De ce fait la banque réduit ses dépôts de 176\$ à 136 \$ 40 \$ et améliore ses ratios de fonds propres (cf. tableau).



Le bilan de la SAH :

SAH

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêts	40	MBS	40

Le bilan de la banque après titrisation sans recours :

Banque

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêt	160	Dépôts	136
Moins les réserves	(2)	Fonds propres	22
Total Actif	158	Total Passif	158

Le risque Total Actif Pondéré (TAP) = 160

Fonds propres tier 1 = 22

Total des fonds propres = 24

Ratio fonds propres tier1 (tier1/TAP) = 14%

Ratio fonds propres tier2 (tier2/TAP) = 15%

La titrisation sans recours entend le transfert de tous les risques associés aux créances cédées à la SAH. Il en résulte, la réduction du risque total pondéré de l'actif de la banque soit l'amélioration des ratios de l'actif pondéré sur les fonds propres tier 1 et tier 2 ³⁰.

Dans l'exemple, les ratios des fonds propres tier1 et tier2 sont passés de 11% à 14% et de 12% à 15% respectivement.

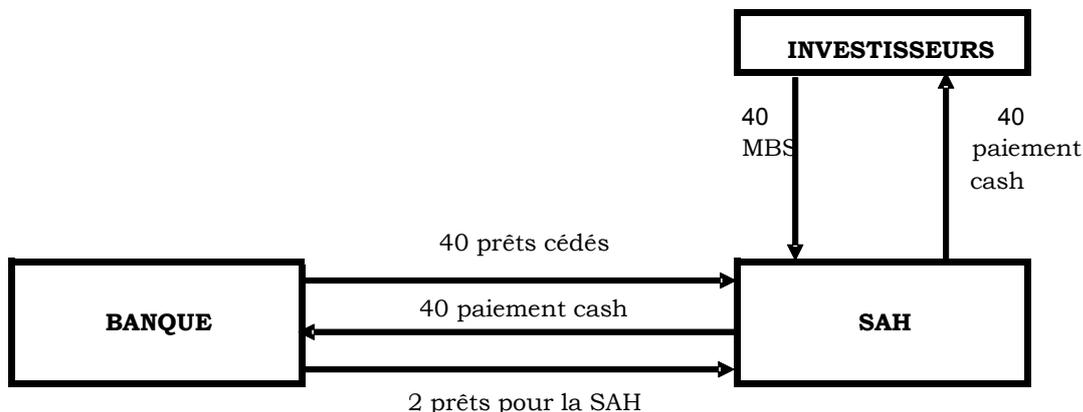
4.2.2. Titrisation avec recours

La titrisation avec recours suppose que les créances restent inscrites dans le bilan de la banque et sur lequel la SAH émettra des titres. Le risque est donc plus grand. En conséquence, un rehaussement de crédit est envisagé pour obtenir une notation suffisante (triple A) qui permettra à la SAH d'émettre ses titres sans difficultés auprès des investisseurs. « Ce niveau de notation signifie pour l'investisseur que les titres achetés de la SAH comportent peu de risques »³¹. Le rehaussement de crédit peut prendre la forme d'un surdimensionnement ou d'un prêt subordonné accordé par le cédant (la banque).

³⁰ BELTAS A. « La titrisation » Edition Légende 2007, p132.

³¹ BELTAS A. « La titrisation » Edition Légende 2007, p135.

Dans ce cas, la Banque cède à la SAH 42 \$ de prêts. La SAH émet des MBS pour seulement 40 \$ auprès des investisseurs. Par ailleurs la banque accorde un prêt subordonné de 2 \$ à la SAH. Le total de l'actif de la banque est réduit de 200 \$ à 160 \$.



Le bilan de la SAH :

SAH

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêts	42	MBS	40
		Prêts subordonnés	2

Le bilan de la banque après titrisation avec recours :

Banque

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêt	160	Dépôts	136
Prêt à la SAH	2		
Moins les réserves	(2)	Fonds propres	24
Total Actif	160	Total Passif	160

Dans cet exemple, la BRI a calculé le montant ajusté des crédits sur les livres de la banque en utilisant un mode de calcul accepté par les autorités réglementaires aux

États-Unis⁶. Il suffit d'ajouter aux prêts de 158 \$ (soumis au coefficient de 100 % dans le ratio Cooke) un montant additionnel (add-on) = RA/C-R

R : le montant du prêt avec recours soit 160\$,

A : le montant des autres prêts soit 2\$ de prêts subordonnés,

C : montant des fonds propres soit 24\$.

$$RA/C-RC = 2*160/24-2 = 14,54\$.$$

Ainsi l'actif ajusté pour le risque à prendre en considération pour le calcul des ratios est de $160 + 14,54 = 174,54\$$.

Le risque Total Actif Pondéré (TAP) = 174.54

Fonds propres tier 1 = 22

Total des fonds propres = 24

Ratio fonds propres tier1 (tier1/TAP) = 12,60%

Ratio fonds propres tier2 (tier2/TAP) = 13,75%

La titrisation avec recours améliore les ratios de fonds propres qui passent de 11% et 12% à 12.50% et 13.75% respectivement.

La titrisation sans recours comparant à celle avec recours est plus rentable pour la banque

Tableau 2: Impact de la titrisation sur l'économie des fonds propres

	<i>Situation de départ</i>	<i>Titrisation sans recours</i>	<i>Titrisation avec recours</i>
Total Actif Pondéré (TAP)	200,00	160,00	174,54
fonds propres tier 1	22,00	22,00	22,00
Total des fonds propres	24,00	24,00	24,00
Actif pondéré/ fonds propre tier 1	11,00%	14,00%	12,60%
Actif pondéré/ fonds propre tier 2	12,00%	15,00%	13,75%

Source : BRI.

Le tableau ci-dessus résume la situation du départ d'un bilan de la banque exposé par la BRI et l'impact de la titrisation sur les ratios de fonds propres.

Pour un établissement de crédit, la titrisation permet tout d'abord une gestion efficace du risque client en déconsolidant les créances de l'actif, mais elle permet également de s'affranchir des coûts associés à la gestion de ces créances.

D'autre part, les créances illiquides sont transformées en capitaux pour l'établissement de crédit, ainsi celui-ci est alimenté en trésorerie. Le cédant se voit aussi protégé du risque de remboursement anticipé et du risque de taux qui lui est associé. Par ailleurs, l'opération entraîne une meilleure connaissance des différents types de créances. Cette partie montre bien que les établissements de crédit ont grand intérêt à utiliser les possibilités offertes par la titrisation.

Ainsi, les avantages du recours à la titrisation pour une entreprise sont nombreux. Tout d'abord, les créances clients sont déconsolidées ce qui libère l'entreprise du risque et du coût qui leur sont associés. De plus, cette technique entraîne une libération de capitaux, ce qui permet un accès supplémentaire aux marchés financiers, mais également une diversification des sources de financement et une réduction de la dépendance de l'entreprise vis-à-vis des banques. D'un point de vue comptable, il est important de noter que les structures bilantielles se trouvent ainsi optimisées et les ratios financiers améliorés.

Pour les investisseurs, la titrisation demeure un bon placement. Nous avons en effet vu que les titres issus de titrisation comportent de bonnes garanties et un rendement supérieur aux obligations appartenant à la même classe de notations.

Section 5. Les inconvénients de la titrisation

La variété d'avantages qu'offre la titrisation des créances aux établissements de crédit ne l'exempte pas de défauts. En effet, comme tout instrument financier cette technique présente des inconvénients ; à savoir :

5.1. Un montage complexe

Le montage d'une opération de titrisation est assez complexe et demande au cédant un travail interne assez important, surtout pour une première opération. En effet, l'établissement de crédit doit être en mesure de fournir aux agences de rating les informations et les statistiques les plus précises en vue d'obtenir la notation souhaitée. De même, en cours de vie du FCC, la Société de gestion à besoin des informations mensuelles sur le comportement des créances, ce qui nécessite une centralisation des informations sur le portefeuille cédé.

5.2. Un coût de mise en place élevé

Le coût d'une opération de titrisation est relativement élevé vu l'intervention de plusieurs agents économiques dans sa mise en place, qui exigent bien sûr une rémunération. Aussi l'adaptation des systèmes informatiques pour produire les données nécessaires à l'évaluation des créances ; la formation d'un personnel spécialisé en la matière ; la mise en place d'un système d'information pour satisfaire aux exigences imposées par la loi ; et la mise au point des différents contrats entre les parties prenantes au montage engendrent des frais supplémentaires.

5.3. L'utilisation accrue de la titrisation peut engendrer des résultats défavorables

L'utilisation accrue de la titrisation peut conduire les établissements de crédit à concentrer les opérations sur les meilleures créances, et ne conserver dans leurs bilans que les créances non titrisables et de moindre qualité. La titrisation peut être utilisée en vue de contourner les règles prudentielles. En effet, certaines banques trouveront en cette technique un moyen pour apaiser leurs efforts fournis en matière de renforcement des fonds propres, pour les amener à un niveau conforme à ce qu'impose la prudence, la concurrence étrangère et les normes internationales.

Les inconvénients de la titrisation qu'on vient d'énumérer ci-dessus ne représentent qu'une partie devant l'ampleur de la crise financière que vit le monde aujourd'hui connue sous le nom de la crise des « subprime ». la section qui suit est consacrée entièrement à la crise.

Section 6. La titrisation et la crise des subprimes

Comment une hausse modeste des impayés au titre de crédits hypothécaires à risque, représentant 34 milliards de dollars supplémentaires de prêts douteux, a-t-elle pu dérégler le système financier américain en 2007, au point d'entraîner les marchés financiers mondiaux dans la tourmente?

La crise des subprimes³² ou crise des crédits immobiliers à risque s'est déclenchée en 2006 par un krach des prêts hypothécaires à risque aux Etats-Unis. La crise s'est ensuite étendue à plusieurs pays à partir de février 2007 et s'est transformée en

³² D'après la base de données FACTIVA, le terme « subprime » a été utilisé dans la presse internationale dans plus de 130 000 articles en 2007.

crise financière à partir d'Août de la même année, provoquant une récession aux Etats-Unis dès Janvier 2008 et l'effondrement du marché hypothécaire subprime³³.

6.1. Définition des crédits « subprime »

L'expression « subprime » signifiant littéralement « en dessous du premier choix », est associée à des prêts immobiliers accordés au début des années 2000 à des ménages américains peu solvables et qui ne présentent pas assez de garanties pour accéder à un prêt normal dit « prime ». Le montant est gagé sur la valeur du bien immobilier.

Tant que les prix de l'immobilier ont continué à progresser ces prêts ont permis de dégager des rendements élevés: ils ont donc été titrisés et incorporés dans de nombreux instruments financiers pour en accroître la rentabilité. Le retournement du marché de l'immobilier américain au début de l'année 2007 et les premières pertes liées à ces prêts hypothécaires titrisés ont déclenché une crise financière de grande ampleur connue sous le nom de "crise des subprimes"³⁴ ou crise financière des subprimes.

Les prêts hypothécaires à risque sont des prêts accordés à des ménages aux revenus modestes qualifiés de « NINJA » (No-Income, No-Job or Asset, « pas de revenu, pas de travail, ni patrimoine »). Ces prêts sont garantis par le bien qu'ils ont permis d'acquérir et comportent des intérêts élevés qui peuvent dépasser 10%. Ces prêts sont généralement indexés sur la base du taux de la FED, plus une prime de risque. Dans les premières années du prêt (1, 3 ou 5 ans en général), les intérêts sont couverts par un taux fixe promotionnel qui devient ensuite variable.

Le montant du prêt peut être assez conséquent car les ménages peuvent emprunter jusqu'à 110 % de la valeur du bien immobilier³⁵. Pendant la même période, les emprunteurs ont la possibilité de ne rembourser que la partie « intérêts » de leur prêt et peuvent également contracter d'autres prêts.

Ce marché a connu une expansion importante, passant de 200 milliards de dollars en 2002 pour atteindre 640 milliards de dollars en 2006. Ce type de crédit représente en 2007, 40% des nouveaux prêts hypothécaires³⁶ et 23 % du total des prêts immobiliers souscrits.

Cette évolution des crédits hypothécaires est encouragée par des taux d'intérêt particulièrement bas, qui ont incité les institutions de crédit à augmenter la part des

³³ In Michel Aglietta cité dans « Le bilan de la présidence française de l'UE passé au crible », La Tribune du 19/12/2008..

³⁴ P.Vernimmen, Finance d'Entreprise, Introduction, Edition Vernimmen 2009.

³⁵ Le prêt classique ne dépasse pas 80% de la valeur du logement (prêt/valeur \leq 80%).

³⁶ Alternatives économiques, Revue n° 274 , Novembre 2008, p 48.

subprime dans leur portefeuille du fait du spread³⁷ important qu'ils peuvent en retirer..

Les prêts subprime aux Etats-Unis ont été la menace directe de l'insolvabilité des emprunteurs, une source de risque qui a déstabilisé le système financier américain, pour deux principales raisons³⁸ :

- **La baisse des prix de l'immobilier qui diminue la valeur du bien hypothéqué en dessous du montant de la dette:** dans un premier temps, le prix du logement aux Etats-Unis était alimenté par le développement de ces crédits. Le fait que le prix de l'immobilier augmentait,³⁹ rassurait les agents prêteurs du système, car assurant leurs prêts sur les bases de la maison achetée, ils profitaient d'une bonne couverture. Dans un deuxième temps, le prix de l'immobilier a subi une baisse: le marché immobilier a perdu près de 20%, durant les dix-huit derniers mois précédant la crise. La valeur des habitations était donc inférieure au montant du crédit souscrit, qu'elles étaient censées garantir. Les établissements ont eu un fort besoin de redresser leur bilan du fait de l'insolvabilité des ménages et étaient confrontés à des pertes importantes.
- **La hausse des taux d'intérêt qui rend la charge des remboursements trop lourde, voire impossible pour les ménages fragiles:** le système fonctionnait parfaitement tant que la FED maintenait son taux directeur principal à un niveau bas ; mais ce taux a commencé à remonter. En effet, entre 2004 et 2006, celui-ci est passé de 1 % à 5,25 %. Les ménages ont donc vu leurs mensualités multipliées par cinq en deux ans. Cela a eu pour conséquence immédiate une augmentation fulgurante du nombre de défaillants parmi les ménages qui n'arrivaient pas à honorer leurs échéances. Le 24 août 2007, les défauts de paiement constatés ont atteint le nombre de 1 268 525.

Les organismes de crédit, se retrouvant dans une situation de faillite, entraînent dans leur sillage de grandes banques, principaux financiers de ces établissements.

³⁷ C'est l'écart de taux actuariel entre un titre émis par une structure Ad' hoc et un emprunt d'Etat théorique qui aura les mêmes flux.

³⁸ En 2007, le taux de non remboursement des crédits « subprime » dépassait 15 % contre 5 % avant la crise

³⁹ Selon les calculs de l'économiste américain Robert J.Shiller, le prix réel (hors inflation) des logements aux Etats-Unis a augmenté de 85% entre 1997 et 2006, .un rythme de croissance jamais enregistré auparavant.

Outre le fait que les ménages soient en situation de non-paiement et les prêteurs, en situation de faillite, nombre d'autres acteurs furent également touchés par la crise, à cause de la titrisation.

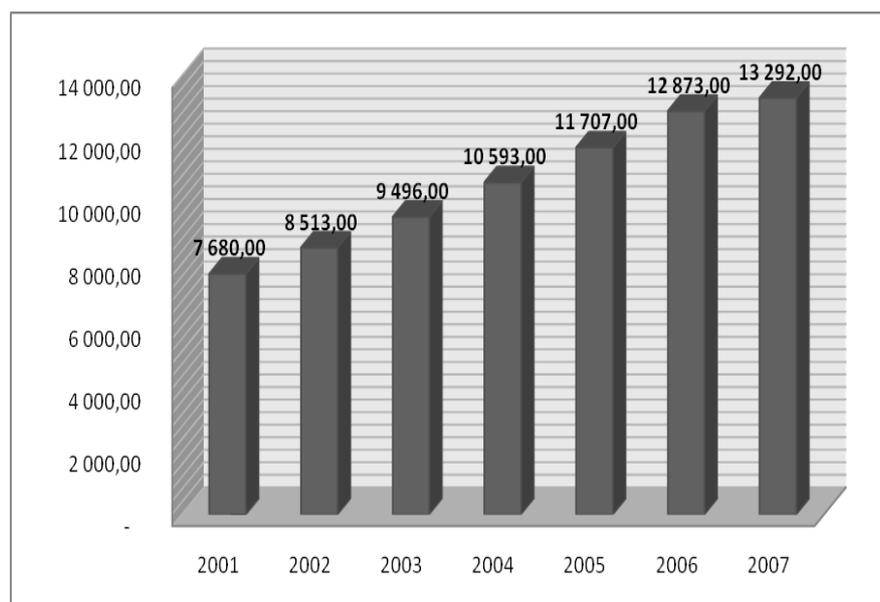
Selon le « *Rapport de la stabilité financière dans le monde* » publié par le Fonds Monétaire International en Avril 2009, les pertes du coût de la crise financière à l'horizon 2010 devraient atteindre la somme astronomique de 4.054 milliards de dollars. Environ deux tiers de ce montant sont liés aux seules dépréciations d'actifs financiers américains, soit 2.712 milliards de dollars.

6.2. La titrisation, facteur de contagion de la crise

La titrisation a contribué à l'accélération de l'augmentation de l'offre des crédits subprimes.. L'augmentation du volume des crédits subprime est liée à un relâchement des conditions d'octroi de crédits offertes par les banques, résumées dans la diminution du taux de refus de crédit et l'augmentation du ratio d'endettement des ménages américains⁴⁰. Le graphique ci-dessous témoigne de la poussée de l'endettement des ménages aux Etats-Unis.

Figure 8 : Endettement des ménages américains

En milliards de dollars



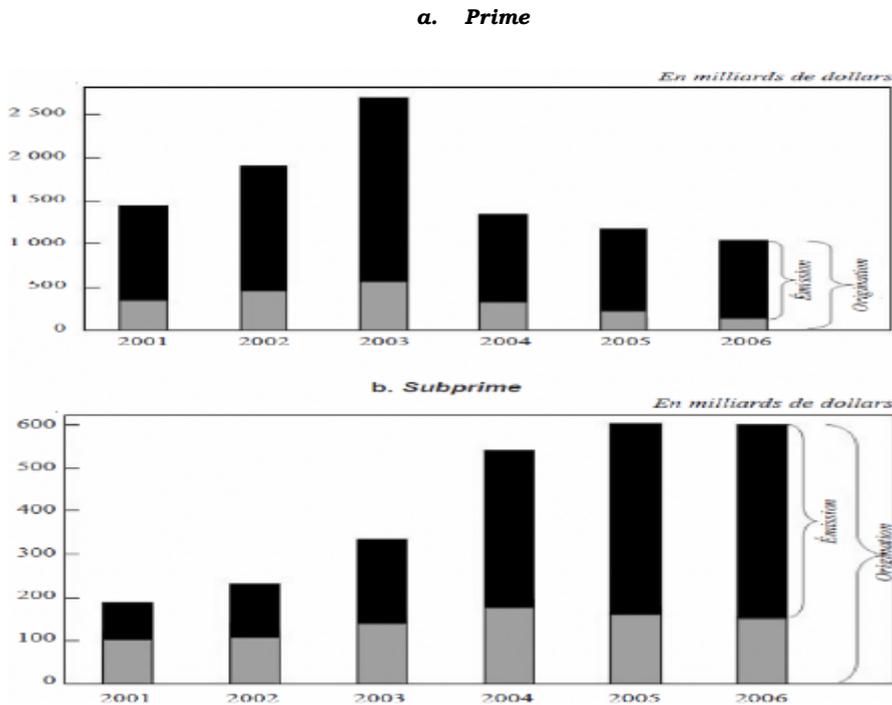
Source : la réserve fédérale 2007.

La part des crédits subprime vendus pour être titrisés est passée de 30% en 2002 à 55% en 2005. D'après l'International Capital Markets Association, le marché de la

⁴⁰A. Mian & A. Sufi, The consequence of Mortgage credit expansion, Evidence from the 2007 Mortgage default crisis, (2008).

titrisation de crédit mondial s'élevait à plus de 190 milliards de dollars au premier trimestre 2007.

Figure 9 : Part des crédits hypothécaires primes et subprime titrisés



Source : Inside Mortgage Finance (2007). Repris d'Ashcroft et Schuermann (2007).

Quand la clientèle la plus classique des ménages ayant accès au crédit « prime » a commencé à se tarir, les prêteurs ont alors trouvé une clientèle moins solvable on lui octroyant des crédits immobiliers subprimes.

Entre 2004 et 2006, l'activité de titrisation la plus dynamique portait sur les crédits immobiliers subprime destinés à une clientèle de ménages modestes aux revenus faibles et improbables. Pendant cette période, ce type de crédits a explosé.

Les intermédiaires entre l'emprunteur et l'investisseur final avaient surtout intérêt à faire du profit. Leur métier consiste moins à accorder des crédits et à en supporter les risques, qu'à en organiser la conversion en titres négociables. Ce modèle dit « d'octroi et cession de crédits » les rapproche des banques d'investissement qui se rémunèrent, non pas avec les intérêts payés par les emprunteurs, mais avec les commissions liées à la création de produits complexes adaptés aux besoins des investisseurs.

En offrant la possibilité de transférer le risque, la titrisation conduit les prêteurs à le négliger. Les banques et autres organismes de crédit hypothécaire n'avaient en effet

pas de raison d'être très regardants sur les capacités de remboursement des emprunteurs, puisqu'ils allaient se débarrasser des créances accordées et des risques qui leurs étaient associés. En conséquence, la distribution des prêts subprime continuait malgré l'augmentation du taux de défaut sur ce type de prêts. Les prêteurs n'auraient jamais distribué un tel volume de crédits à des ménages aussi fragiles et dépourvus de garanties, s'ils devaient les garder dans leur bilan.

En effet, en leur permettant de transférer le risque, la titrisation incite les banques à en prendre davantage.

Grâce à la titrisation, les crédits subprime ont été restructurés sous forme d'instruments de crédit complexes, tels que les CDO, achetés et vendus à des investisseurs nationaux et internationaux qui méconnaissent la qualité réelle des titres possédés, parce que se basant uniquement sur la notation de l'actif sous-jacent. C'est à ce niveau que la titrisation est « montrée du doigt » comme une source de contagion majeure du système financier international.

6.3. Les CDO, instruments de la crise

Les CDO (Collateralized Debt Obligation) ont été créés en 1987 par la société d'investissement Drexel Burnham Lamber et se sont développés au début des années 1990, avec l'utilisation des lois de probabilité et des modèles mathématiques très complexes, tel que l'actuariat.

Les CDO sont des instruments attrayants pour les institutions financières et les investisseurs. Ce sont des produits structurés en trois tranches selon le degré de risque pris par l'investisseur : tranches equity, tranches mezzanine et tranches senior.

Les CDO sont des produits en plein essor, répondant à différentes motivations des institutions financières en s'adaptant à leurs exigences avec des opportunités d'arbitrage entre le risque et le rendement. En émettant un CDO de bilan, l'objectif est d'éviter aux banques les contraintes de fonds propres. Avec un CDO d'arbitrage, les institutions financières cherchent à faire de la marge en maximisant l'écart entre le coût et le rendement. Les CDO permettent aussi le transfert des risques à des investisseurs en contrepartie du rendement attractif. Par conséquent, la demande de CDO était très élevée ces dernières années, et le marché de ces instruments s'est rapidement développé⁴¹.

Aujourd'hui, l'émission globale consolidée des CDO totalise 157 milliards USD en 2004, 249 milliards USD en 2005 et 489 milliards USD en 2006. Selon une étude

⁴¹ Commission Bancaire Européenne, Communication sur la stabilité financière, 27 février 2008.

de la SIFMA. La firme de recherche Celent estime la taille du marché global des CDO à près de 2 000 milliards de dollars, à la fin de l'année 2006.

Pour rappel, un CDO est un titre représentatif de portefeuilles composés de créances bancaires et /ou d'instruments financiers négociables telles que les obligations et /ou de dérivés de crédits. On trouve les CLO où le sous-jacent est constitué de prêts bancaires, des CBO où le sous-jacent est composé d'obligations, des CSO où les sous-jacents sont des dérivés de crédits⁴², des CDO2 (CDO de CDO), c'est-à-dire des CDO composés d'autres CDO, qui sont eux-mêmes composés d'un large nombre de tranches d'ABS etc.⁴³ Justement, c'est dans la complexité de ces produits que réside un des éléments-clés de la crise : la difficulté voire l'impossibilité d'analyser le sous-jacent de ces produits.

En effet, il est devenu difficile d'analyser les risques, en particulier, le risque de crédit, que peuvent comporter les différentes tranches CDO, à l'intérieur d'un scénario affectant les sous-jacent. Par exemple, quel serait l'impact d'un nombre de défauts sur la valeur du montant initial du crédit et quels seraient les risques sur les différentes tranches CDO ?

Aussi, la sophistication de ces produits a permis d'augmenter le risque opérationnel⁴⁴. Il y a, à cela, deux raisons :

La première raison tient à *l'effet de levier*⁴⁵ permis par ces produits avec une mise de fonds relativement modeste. Le meilleur exemple de ce risque est celui de la perte de 5 milliards d'euros de la Société Générale en 2008, après le pari perdu pris pas son trader Jérôme Kerviel.

La seconde raison concerne la complexité de ces produits. Plus les produits sont complexes, plus le risque de fraudes ou tout simplement d'erreurs sont importants.⁴⁶ Le risque opérationnel se combine alors avec un risque de modèle. En effet, le risque de modèle fait référence aux pertes potentielles liées à l'utilisation d'un modèle inadapté ou mal spécifié⁴⁷. Les modèles en question peuvent servir à valoriser le prix des produits dérivés, à estimer la probabilité de remboursement

⁴² Ce sont des instruments qui permettent de transférer par contrat, tout ou partie du risque de crédit portant sur un tiers, appelé entité de référence.

⁴³ Voir Chapitre 2, section 3, p30-33

⁴⁴ Le Comité de Bâle définit le risque opérationnel comme « le risque de perte provenant de processus internes inadéquats ou défectueux, de personnes, de système ou d'événements externes ».

⁴⁵ « L'effet de levier est un mécanisme qui consiste à mobiliser, à côté des fonds propres, des fonds empruntés et à lancer des opérations dont la rentabilité sera supérieure au taux d'intérêt des sommes empruntées », Alternatives Economiques n°282, juillet- août 2009, p.61

⁴⁶ GUESNERIE et ROCHET, les effets d'apprentissage liés aux innovations financières, 1993.

⁴⁷ Conseil d'Analyse Economique, Rapport sur la crise des subprime, Paris 2008.

d'un emprunteur, le taux de défaillance des SPV ou les paramètres de couverture de gestion de l'actif.

Pendant la crise, le risque de modèle est apparu sous différentes formes et à trois niveaux :

- d'abord, au niveau des agences, qui, sous la pression de la concurrence, ont accordés des prêts à des ménages de moins au moins solvables,
- ensuite, au niveau supérieur, où les ingénieurs financiers et les traders chargés des opérations de titrisation et de mise en place des CDO ont manifestement sous-estimé les risques ;
- enfin, au niveau des services responsables du contrôle.

Aussi, les CDO et les dérivés de crédit ne sont pas négociés sur les places boursières, mais sur les marchés de gré à gré où les transactions s'effectuent directement entre clients et opérateurs. Les marchés réglementés permettent de centraliser les ordres et de limiter les risques. A l'inverse, sur les marchés de gré à gré, il n'y a pas de chambre de compensation pour s'interposer entre les acheteurs et les vendeurs et supporter les risques. En 2007, près de 85% de ces produits sont négociés de gré à gré. L'absence d'un marché régulé des CDO les a rendus plus opaques, relativement illiquides et difficiles à évaluer.

Le recours à la structuration de ces produits par les grandes banques d'affaires de Wall Street à la recherche de grands rendements, leur a coûté des pertes considérables, voire leur faillite totale. Ces produits ont mérité amplement leur désignation d'aujourd'hui : « actifs toxiques ».

Tableau 3: L'évolution des pertes liées aux crédits subprime, 15 septembre 2008, en milliards de dollars

BANQUES	PERTES	RECAPITALISATION
Citigroup	55,1	49,1
Merrill Lynch	51,8	29,9
UBS (suisse)	44,2	28,3
HSBC (UK)	27,4	3,9
Wachovia	22,5	11
Bank of America	21,2	20,7
Washington Mutual	14,8	12,1
Morgan Stanley	14,4	5,6
JPMorgan Chase	14,3	5,6
Lehman Brothers	8,2	13,9
Crédit Agricole (F)	8	8,9
Société Générale (F)	6,8	9,8

Source : Bloomberg, repris par Paul JORION dans « la crise des subprime au séisme financier Planétaire », Fayard, octobre 2008, p65

6.4. Les dérives des agences de notation dans la crise des subprime

Pour pouvoir vendre des titres aussi complexes tels que les CDO à une vaste gamme d'investisseurs, les banques avaient en effet besoin du sceau des agences. Ces dernières ont accordé aux tranches de CDO adossés à des crédits subprime des notes équivalentes à des titres gouvernementaux, avec en plus, de meilleurs rendements⁴⁸. Il est évident que tous les investisseurs s'orientent vers ces produits.

Aussi, leur position ne favorisait-elle pas l'indépendance d'esprit : elles étaient à la fois juges et parties, « conseil » lors du montage des produits et « experts indépendants » dans la notation. Elles sont donc à la fois « au four et au moulin ».

⁴⁸Selon le Wall Street Journal du 06 juin 2008, la compagnie AIG ferait l'objet d'une enquête de la SEC car elle aurait exagéré la valeur de certains produits financiers CDO liés aux segments à risque « subprime mortgages ».

Il est permis de douter du jugement des agences, quand il s'agit de noter les institutions émettrices, car elles sont souvent rémunérées par ces dernières.

Comme nous l'avons déjà évoqué dans nos paragraphes précédents⁴⁹, les CDO sont subdivisés en trois tranches selon le degré de risque pris par l'investisseur, en tranches equity, en tranches mezzanine et en tranches senior. C'est en fonction de la qualité des crédits que les agences de notation notent d'habitude ces tranches. Ces mêmes agences ont contribué à l'essor de la crise en accordant la note maximale AAA aux tranches supérieures des CDO bien que celles-ci contiennent des titres de crédits subprime qui devaient être reclassés dans des tranches à risque supérieur, c'est-à-dire, dans les tranches mezzanine ou equity.

Ainsi, des créances titrisées contenant des « subprime » et notées en triple A ont pu être vendues à toutes sortes d'investisseurs institutionnels, pour lesquels elles avaient l'attrait de placements sûrs.

Pour minimiser les pertes, les agences de notation ont procédé à la révision de leurs notes à la baisse. Cette action, au lieu d'alléger la crise, l'a aggravée. « On dit que leur action est « procyclique » : après avoir encouragé l'engouement des investisseurs, elles achèvent aujourd'hui de leur couper l'appétit »⁵⁰. Les investisseurs détenteurs de ces titres se bousculent pour les vendre, leurs prix baissent et les actifs détenus par les banques se déprécient de plus en plus.

6.5. Le rôle des paradis fiscaux dans la crise

Les paradis fiscaux⁵¹ ont largement contribué au déclenchement de la crise des subprimes. Cette dernière a révélé combien ces territoires nourrissaient l'instabilité financière.

Les paradis fiscaux sont des Etats souverains ou des dépendances autonomes d'autres pays (Jersey, îles Caïman...) offrant un abri à des non résidents souhaitant échapper à l'impôt. Ces territoires tirent de ces placements des ressources très élevées relativement à leur taille.

L'OCDE a défini les caractéristiques des paradis fiscaux comme suit :

- le secret bancaire y est strictement appliqué ;
- les taxes sur les revenus, les bénéfices ou les patrimoines sont faibles ou nulles, particulièrement pour les non-résidents ;

⁴⁹ PARTIE I, Chapitre I, section 3, p 31.

⁵⁰ Sandra MOATTI, Le piège de la titrisation, Alternatives Economiques, Revue n° 266, février 2008, p 31.

⁵¹ La notion de paradis fiscal se différencie à la fois des zones offshore et des paradis bancaires ou judiciaires. Dans le langage courant, on désigne sous cette appellation tous les « territoires non coopératifs » sur les plans fiscal, prudentiels ou du blanchiment.

- les conditions d'installation des sociétés et d'ouverture de comptes sont peu contraignantes ;
- la coopération judiciaire et fiscale avec les autres Etats est faible ou inexistante.

C'est pour ces avantages que nombre d'institutions financières sont présentes dans ces territoires.

En effet, 80% des fonds spéculatifs (*Hedge funds*) sont localisés dans les paradis fiscaux et judiciaires, en particulier, aux îles Caïmans ; ils ont été à l'origine de la crise en achetant des titres opaques émis par les organismes de crédits hypothécaires américains pour les vendre ensuite aux investisseurs. Ils en sont aussi les victimes avec leur faillite spectaculaire qui a touché presque 1000 fonds en fin 2008⁵².

Le secret bancaire pratiqué par les paradis fiscaux a toujours été difficile à lever par le fisc ou les juges étrangers en raison de l'opacité des transactions pratiquées dans ces territoires. En conséquence, les deux tiers des transactions sur dérivés de crédit, instruments importants de la crise, se sont réalisés de gré à gré dans les paradis fiscaux et judiciaires.

Un rapport du GAO⁵³, a également montré qu'une partie du système bancaire « fantôme », construit par les banques américaines pour jouer avec les titres financiers complexes, tels que les CDO, était établie aux îles Caïmans. Aussi, la quasi-faillite de la banque britannique Northern Rock résulte d'un endettement excessif de court terme réalisé à partir de sa filiale Granite installée à Jersey.

Pour des raisons liées à l'opacité de leurs relations financières, à leurs réglementations peu contraignantes et à la concentration de masses financières énormes en leur sein, les paradis fiscaux et judiciaires jouent un rôle important dans l'instabilité financière actuelle.

6.6. La régulation financière comme remède à la crise

Les nombreux travaux consacrés aux solutions de la crise financières mondiale, révèlent que la crise est due à une dérégulation du système financier et pour en sortir il faut tenter de remettre de l'ordre dans la finance. Pour ce faire, il faut continuer à distribuer du crédit, à soutenir l'investissement, à encadrer les banques pendant les périodes de l'euphorie, à renforcer leurs politiques de maîtrise de risques, à encadrer les marchés des produits financiers sophistiqués et à s'attaquer aux paradis fiscaux. Il en résulte plusieurs piliers de la régulation financière dont nous retenons les suivants :

- Moins de crédit pour la spéculation.

⁵² Alternatives Economiques, revue n°274, novembre 2008, p 64.

⁵³ Government Accountability Office : la cour des comptes des Etats-Unis.

- Un meilleur contrôle dans les banques.
- Encadrer les marchés des produits dérivés.
- S'attaquer aux paradis fiscaux.
- Encadrer les rémunérations.
- Réformer les agences de notation.
- Changer les normes comptables.
- Réguler les fonds spéculatifs.

PARTIE III. Pratique et développement de la titrisation en Algérie

Chapitre I. Le marché du crédit hypothécaire en Algérie

Le marché hypothécaire joue un rôle très important dans tout système financier. Un marché de l'immobilier bien développé implique un système bancaire et financier sophistiqués. L'exemple du marché hypothécaire Américain et son influence sur le système financier international et sur l'évolution même des bourses mondiales est en effet la référence par excellence.

L'importance du marché hypothécaire, la croissance de la demande en logement, et la détérioration du pouvoir d'achat de la population, autant de facteurs qui ont incité les pouvoirs publics à s'intéresser davantage à ce créneau. Cela est bien remarquable depuis l'année 1997. En effet, plusieurs réformes ont été engagées, et des efforts considérables sont fournis par l'Etat afin d'améliorer la situation actuelle du logement.

Ce chapitre sera consacré au marché du crédit hypothécaire Algérien. Il aura pour objectif d'étaler, dans une première section, l'environnement économique et financier du marché hypothécaire et les contraintes qui ont eu un impact négatif sur l'accession à la propriété. Quand à la deuxième section, elle traitera l'évolution du système de financement du logement notamment le nouveau dispositif mis par l'Etat à partir de 1997. La troisième section se consacrera pour les intervenants dans le marché du crédit hypothécaire. Tandis que la quatrième section abordera l'évolution du montant des crédits hypothécaires octroyés par les banques aux ménages et les taux appliqués.

Section 1. L'environnement économique et financier du marché hypothécaire

1.1. Présentation de la situation de l'habitat en Algérie

Depuis les années 1970, des politiques successives de construction de vastes programmes d'habitat furent adoptées pour offrir à tous les citoyens un toit décent. Des sommes colossales ont été investies par l'Etat pour faire face à une demande sans cesse accrue mais en vain, puisque en 2008 encore, le logement constitue toujours un problème majeur aux autorités.

La hausse du prix du pétrole et le lancement du projet de construction d'un million de logements (2005-2009) ont, certes, permis visiblement le développement du parc

de logement, mais cela semble encore insuffisant pour répondre à la demande importante qui nécessite la recherche de solutions réelles et durables à cette préoccupation. Plusieurs facteurs influent sur l'environnement du secteur du logement.

1.1.1. Les politiques du développement du secteur l'habitat

Les politiques de développement du secteur de l'habitat menées par différents gouvernements ont influencées à la prolifération du problème du logement au lieu de le résoudre.

En effet, la politique urbaine des années 80 a remis en cause les options antérieures en libéralisant la promotion immobilière privée et en légitimant les occupations illégales du sol. La façon dont ces mesures ont été menées leur confère un caractère ségrégatif, davantage souligné par le désengagement de l'Etat de la construction de logements sociaux, par la braderie du patrimoine foncier et immobilier et par la déportation de la population des bidonvilles d'Alger vers son lieu d'origine. On peut considérer que cette politique a contribué à creuser les écarts entre les différents couches sociales allant jusqu'à remettre en cause le droit à la ville des plus défavorisés⁵⁴.

Les années 90 ont vu de différents programmes économiques pour sortir de la crise. Ces programmes intègrent la question de l'habitat parmi les priorités. En conséquence, parmi les mesures annoncées, l'Etat reprend la construction du logement social, réduit les impôts pour faciliter les transactions immobilières, multiplie les mesures d'encouragement à la promotion immobilière privée en élargissant cette fois l'éventail des catégories bénéficiaires notamment la vente de lots viabilisés par des municipalités avec un système d'abattement des coûts selon les revenus. L'habitat illicite ou le logement informel⁵⁵ fut le résultat de cette politique qui a déclenché l'appareil bureaucratique qui s'est manifestée à travers la procédure du permis de construire. En conséquence, la progression du logement informel constitue une autre cause du problème de l'accessibilité à la propriété.

1.1.2. La politique d'aide de l'Etat

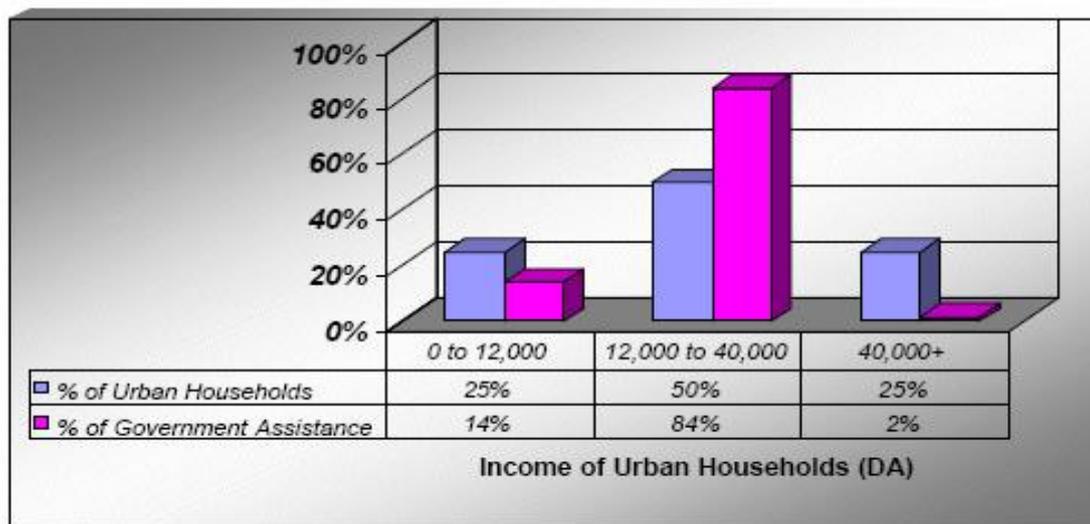
L'intervention de l'Etat dans le secteur de l'habitat notamment à travers ses politiques d'aides introduites notamment au début des années 2000, n'a pas résolu le problème de l'accessibilité. En effet, un examen de l'aide gouvernemental incluant toutes les subventions au logement accordées par le biais de différents

⁵⁴ SEMMOUD Nora, les stratégies d'appropriation de l'espace à Alger, édition L'HARMATTAN, Paris 2001.

⁵⁵ Le logement informel se définit comme étant le parc de logements qui n'est pas conforme aux réglementations en place. Il comprend les terrains occupés illégalement ainsi que les maisons construites en dehors des zones aménagées et les unités de logement construites en dehors des réglementations de la construction.

programmes publics a montré que seulement 14% de l'aide au logement allaient au quartile le plus pauvre des ménages urbains. C'est ce qui ressort d'une étude publiée par la banque mondiale⁵⁶. L'étude constitue une analyse comparative d'indicateurs de performance et de politique du secteur du logement dans huit pays de la région Mena : l'Algérie, l'Égypte, l'Iran, la Jordanie, le Liban, le Maroc, la Tunisie et le Yémen. "Une famille à revenus moyens doit épargner tous ses revenus annuels pendant environ neuf ans en Algérie pour être en mesure d'acheter un logement de qualité moyenne dans les grandes villes"⁵⁷, explique l'étude. La croissance importante de la demande de logement dans la région, due à la démographie, se reflète largement dans des augmentations du prix des logements plutôt que dans l'augmentation de la production de logements.

Figure 10 : Qui reçoit l'aide publique au logement en Algérie ?



Source : Rapport de mission de l'examen à mi-parcours du Projet de réduction de l'habitat précaire en Algérie, Banque Mondiale (2002).

Bien que les subventions soient un moyen de mobiliser l'épargne privée par les groupes à plus faibles revenus en particulier, le problème souvent rencontré en pratique est la difficulté à atteindre les groupes ciblés. "Les subventions au logement, sous la forme de terrains et de taux d'intérêt, bien qu'elles soient des composantes importantes des politiques du logement dans la plupart des pays de la région, une proportion importante de ces subventions, sont mal ciblées, en particulier en Algérie"⁵⁸. Dans de nombreux cas, les subventions telles que la

⁵⁶ Banque Mondiale, La performance macroéconomique et sectorielle des politiques du logement dans des pays de la région MENA: Une étude comparative, Avril 2005. .

⁵⁷ Mêmes références précédentes, P 4.

⁵⁸ Mêmes références précédentes.

déduction fiscale des intérêts hypothécaires sont régressives, car elles favorisent essentiellement les groupes à revenus élevés.

1.1.3 Les prix excessifs du logement

Le prix du logement est extrêmement élevé en Algérie. Plus précisément, les prix du logement sont de loin supérieurs par rapport aux salaires. En effet, lorsque l'accessibilité est examinée au moyen du ratio prix du logement/revenus, le prix du logement est extrêmement élevé et que les niveaux d'accessibilité sont faibles⁵⁹.

Il existe un excès d'offre pour les groupes à revenus supérieurs et moyens supérieurs, et une insuffisance de l'offre pour les segments à revenus plus faibles en Algérie. Cette situation est essentiellement la conséquence des politiques du logement et foncières qui entravent le fonctionnement du marché du logement⁶⁰.

1.1.4 Le problème du foncier

La gestion foncière, incluant les réglementations relatives à l'aménagement foncier et la propriété des terrains, est l'un des problèmes les plus importants et aigu en Algérie. « Le problème du foncier est entrain de se répercuter négativement sur la réalisation des projets »⁶¹. L'incapacité des pouvoirs publics à répondre à la demande de la population en matière de logement s'explique par le problème du foncier. Dans un contexte d'économie développée, le renforcement des droits de propriété favorise l'initiative individuelle et permet au secteur informel d'obtenir des titres de propriété à des coûts acceptables⁶². Ainsi, l'établissement d'un système clair de titres de propriété et de droits de propriété fait partie intégrante des systèmes d'aménagement foncier. Le système d'enregistrement foncier est sous-développé en Algérie et contribue à l'inefficacité et l'insuffisance de l'aménagement foncier ainsi que la rigidité de la réglementation et l'importance de la propriété publiques des terrains sont des problèmes qui entravent le processus de l'accessibilité au logement.

1.1.5. Problématique de l'habitat précaire

Les constructions précaires et plus généralement les infractions aux règles d'urbanisme, ont connu en Algérie un développement important à partir de la fin de

59 Mêmes références précédentes

61 Déclarations tenues par le ministre de l'habitat N. Moussa dans une interview sur les ondes de la chaîne I de la radio nationale le 04/06/2008.

62 JOHN WILLIAMSON, le Consensus de Washington, 10ème précepte: les droits de propriété, 1989.

la décennie 70. Ce phénomène a été à l'origine d'atteintes, souvent irréversibles, à l'urbanisme et au paysage architectural.

L'habitat précaire s'est progressivement étendu à l'ensemble des localités et villes du pays.

Aujourd'hui, le constat fait ressortir que les villes et villages sont parfois défigurés par la poussée de ce type de constructions, en dépit du dispositif législatif et réglementaire en vigueur et de l'existence d'instruments d'urbanisme.

Par ailleurs, l'habitat précaire et en particulier les bidonvilles sont, le résultat de tensions et de déficit chronique en logements en milieu urbain, aiguës par la croissance démographique, le chômage et la pauvreté.

Les efforts engagés par les pouvoirs publics ont permis d'endiguer en partie le phénomène, sans pour autant l'éradiquer.

L'enquête nationale relative au recensement des constructions précaires réalisée au cours de l'année 2007⁶³ a permis de constater que le phénomène s'est accentué avec un parc précaire évalué à près 541 000 logements répartis sur près de 11 737 sites. Ce chiffre a atteint près de 553 000 logements précaires en 2008⁶⁴.

Aussi les différents programmes initiés au cours de la dernière décennie n'ont pas permis de freiner l'évolution de ce phénomène.

Faut-il rajouter ce nombre de logements précaires comme une autre pression sur l'offre de logements.

1.1.6. Démographie et urbanisation

L'une des contraintes majeures du problème de logement en Algérie est l'accroissement rapide de la population. La population algérienne s'est développée rapidement au cours des quelques dernières décennies, plus rapidement qu'elle avoisine en 2008 les 34,8 millions de personnes selon les résultats préliminaires du cinquième recensement général de la population et de l'habitat (RGPH) lancé en avril 2008⁶⁵. Ce résultat comparé à celui de 1998, représente un taux d'accroissement annuel moyen de la population estimé à 1,72% soit près de six millions d'habitants de plus sur cette période. Ce taux de croissance est relativement en baisse comparant aux taux de croissance issus des recensements précédents. Malgré cette baisse, Cela n'allège pas la demande au logement qui ne cesse d'augmenter. Ce chiffre même a dépassé largement les projections de la banque

⁶³Rapport préliminaire du groupe de travail interministériel sur le phénomène de « prolifération de l'habitat précaire autour des grandes villes et ses effets sur la cohésion sociale »,2007.

⁶⁴ Allocutions faites par Ministre de l'habitat Nouredine Moussa, à l'Assemblée Populaire Nationale le 11 mai 2008.

⁶⁵ Office National des Statistiques (ONS), Résultats préliminaires du 5^{ème} RGPH du 16 avril 2008, juin 2008.

mondiale qui avait estimé la population algérienne urbaine en 2025 à 33.7 millions d'algériens.

Il faut noter aussi que dans la démographie du Maghreb, l'Algérie prend le large.

Tableau 4. Augmentation de la population selon les projections de la Banque Mondiale

	Population Urbaine		Part de la Population Urbaine	
	Actuelle (1995)	Projetée (2025)	Actuelle (1995)	Projetée (2025)
	En millions		En pourcentage	
Algérie	15.6	33.7	56	74
Egypte	28.2	60.5	45	62
Jordanie	3.9	10.1	71	84
Maroc	13.1	26.9	48	66
Tunisie	5.1	9.8	57	74

Source: Banque Mondiale, Indicateurs du développement dans le monde (2002)

Tableau 5: Evolution de la population en millions d'habitants.

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
24,71	25,33	25,92	26,59	27,19	27,80	28,30	28,80	29,27	29,70	30,10	30,60	31,00	31,40	32,60

Source: ONS, 2007.

Cette forte poussée démographique, la vétusté des logements existants⁶⁶ et l'absence de programmes immobiliers pendant plusieurs décennies justifient le caractère prioritaire donné à ce dossier par les autorités.

1.2. Les programmes d'habitat : une perspective de faciliter l'accès à la propriété.

Pour résorber le déficit de logements estimé à 2 millions de demandes en logement, 160.000 logements devaient être mis en chantier chaque année jusqu'en 2009⁶⁷. Cet objectif devrait être atteint grâce au Programme Complémentaire de Soutien à la Croissance (PCSC) 2005-2009, doté d'un budget de 140 milliards de dollars, prévoyant notamment la construction d'un million (1) de logements d'ici fin 2009 et qui confirme la priorité de l'Etat donnée à l'habitat. Les 1.034.566 logements prévus par le PCSC ont été rehaussés à 1.251.209 logements par le rajout des programmes complémentaires du Sud et des Hauts Plateaux ainsi que les programmes de résorption de l'habitat précaire.

⁶⁶ L'Algérie compte 553 000 logements précaires soit 8% du parc de logements d'après les allocutions faites par le Ministre de l'habitat Noureddine Moussa, à l'Assemblée Populaire Nationale le 11 mai 2008.

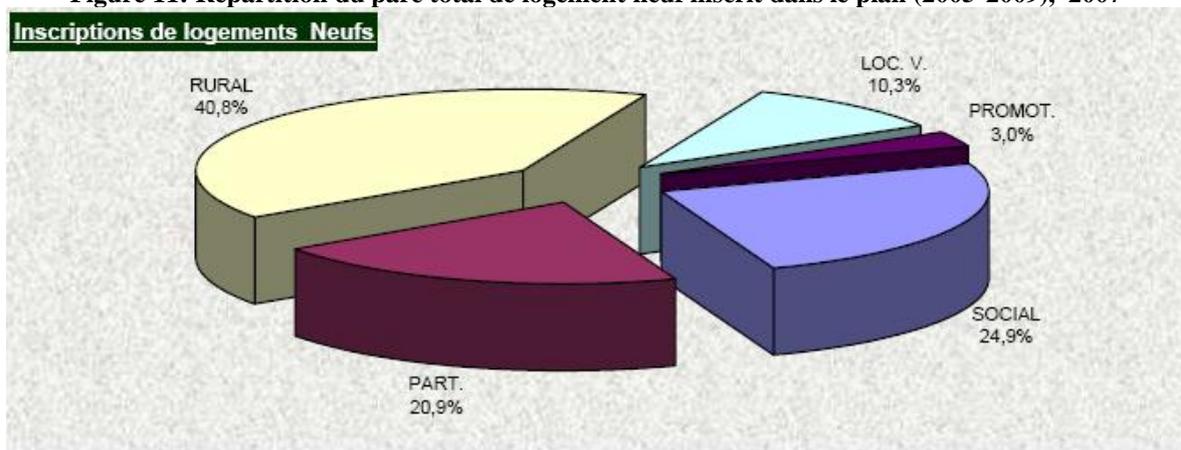
⁶⁷ Rapport Annuel de la SRH, 2005.

Tableau 6: les programmes d'habitat inscrits au titre du plan quinquennal 2005-2009

Programmes	Programme Quinquennal	Programme Compl. Sud	Programme Compl. Hauts Plateaux	Programme pour la résorption de l'Habitat Précaire	Autres programmes spécifiques	Total
Logts Social	239 412	11 700	16 500	29 545	14 733	311 890
Logts Part.	233 733	9 707	18 000	0	0	261 440
Habitat Rural	394 238	40 593	63 300	0	12 565	510 696
Location Vente	129 115	0	0	0	0	129 115
Logts Promot.	38 068	0	0	0	0	38 068
TOTAL GLE	1 034 566	62 000	97 800	29 545	27 298	1 251 209

Source : www. mhu.gov.dz, site officiel du Ministère de l'Habitat et d'Urbanisme

Figure 11: Répartition du parc total de logement neuf inscrit dans le plan (2005-2009), 2007



Source : www. mhu.gov.dz, site officiel du Ministère de l'Habitat et d'Urbanisme

La situation en 2007 de l'exécution des différents programmes d'habitat révèle que 27.15% du plan quinquennal (2005-2009) a été exécuté soit l'achèvement de 339 697 logements. Le nombre final des logements livrés aux propriétaires a été estimé à 393 502 logements en fin 2007. Ce chiffre a été rehaussé à 429 000 logements achevés et livrés en février 2008. Les logements restant du programme « seront livrés dans les délais fixés »⁶⁸.

Tableau 7: Etat d'exécution des programmes d'habitat (fin juin 2007)

⁶⁸ Allocutions faites par le Ministre de l'habitat Nouredine Moussa au FORUM de l'ENTV le 09 février 2008.

Désignations	Programme Cumulé	Programme achevé		Programme En Cours de réalisation		Programme Non Lancé	
		Nbre de Logts	Taux (%)	Nbre de Logts	Taux (%)	Nbre de Logts	Taux (%)
Logts Social	311 890	90 775	29,10%	154 069	49,40%	67 046	21,50%
Logts Part.	261 440	47 918	18,33%	135 827	51,95%	77 695	29,72%
Habitat Rural	510 696	162 910	31,90%	201 329	39,42%	146 457	28,68%
Location Vente	129 115	19 478	15,09%	39 269	30,41%	70 368	54,50%
Logts Promot.	38 068	18 616	48,90%	19 452	51,10%	0	0,00%
TOTAL	1 251 209	339 697	27,15%	549 946	43,95%	361 566	28,90%

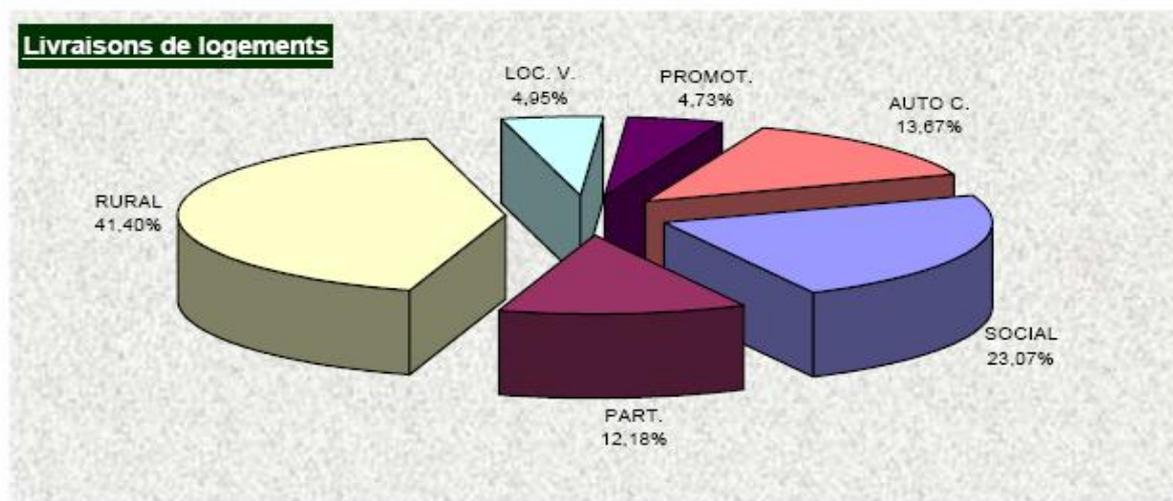
Source : www. mhu.gov.dz, site officiel du Ministère de l'Habitat et d'Urbanisme

Tableau 8: les livraisons des programmes d'habitat par type de promotion et par année.

Programme	Année	2005	2006	2007 (1 ^{er} Sem.)	Total
Logts Social		25 834	43 527	21 414	90 775
Logts Part.		15 787	23 801	8 330	47 918
Habitat Rural		42 907	76 287	43 716	162 910
Location Vente		12 350	7 128	0	19 478
Logts Promot.		8 027	8 419	2 170	18 616
Auto Construction		27 574	18 630	7 601	53 805
TOTAL GLE		132 479	177 792	83 231	393 502

Source : www. mhu.gov.dz, site officiel du Ministère de l'Habitat et d'Urbanisme

Figure 12: livraison des logements inscrits dans les programmes d'habitat par type de logement 2007

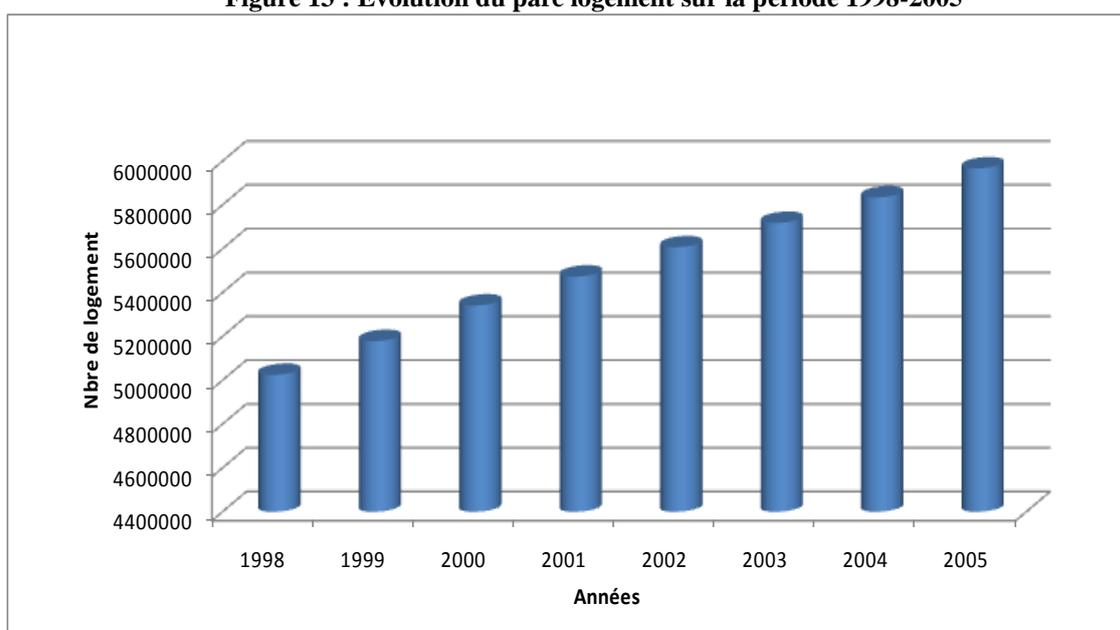


Source : www. mhu.gov.dz, site officiel du Ministère de l'Habitat et d'Urbanisme

Le parc logement a atteint 6 748 057 logements (occupés et inoccupés) en avril 2008 avec un nombre de logement inoccupés de l'ordre de 1 503 710, soit un taux

d'accroissement de 28,5% par rapport à 1998. Ce chiffre va être rehaussé à 7 168 203 logements en fin 2009 selon les projections du Ministère de l'habitat, soit une hausse de 6%, en intégrant notamment les programmes complémentaires. Ce qui représente une performance jamais égalée. L'accroissement qui est projeté durant la période 1999-2009 sera en augmentation de 50% par rapport à celui enregistré durant la période 1988-1998⁶⁹. Malgré la baisse graduelle du taux d'occupation de logement qui est passé de 6.40% en 1987 à 5.79% en 1998, le TOL a connu une légère hausse en 2008 avec un taux moyen de 6,5%. Selon les prévisions pour 2009 et avec l'achèvement des programmes de l'habitat, le taux d'occupation de logement atteindra un niveau moyen 4,87%⁷⁰.

Figure 13 : Evolution du parc logement sur la période 1998-2005



Source : Banque de données SRH à partir des statistiques ONS/Ministère de l'Habitat et d'Urbanisme, 2007.

Tous ces programmes publics sont destinés à augmenter l'offre de logements pour permettre ainsi l'accessibilité à la propriété notamment les catégories moyennes et défavorisées.

⁶⁹ Bilan sur la situation de l'habitat exposé par M. HAMIMID ex. ministre de l'habitat et d'Urbanisme devant l'APN, mars 2006.

⁷⁰ Le principal outil utilisé en matière de mesure de la satisfaction en Logement est le taux d'occupation par logement (TOL) qui est le rapport entre le nombre de population totale et le nombre de logements habités. Selon les normes de l'organisation mondiale de la santé OMS, le TOL doit être de quatre (04) personnes par logement.

Cette participation massive de l'Etat dans le secteur de l'habitat est bel et bien critiquée par les organismes internationaux qui encouragent le désengagement de l'Etat de la vie économique et sociale⁷¹.

Section 2. Evolution du système de financement de logement en Algérie

Le système de financement du logement en Algérie, a connu une évolution qui s'est caractérisée par trois différentes périodes, en fonction des différentes stratégies mises en place par les pouvoirs publiques, pour le développement de ce système, dans le but d'améliorer le secteur de l'habitat. La première période se définit par le monopole total de l'Etat sur le financement de l'habitat, qui a subit par la suite des réformes durant la deuxième période et enfin la troisième période qui se caractérise par la mise en place d'un nouveau dispositif institutionnel et organisationnel du secteur de l'habitat avec l'instauration de nouvelles institutions.

2.1. La période de monopole de l'Etat (1962-1986)

Cette période se caractérise par le monopole d'Etat sur le financement du secteur de l'habitat. Le logement était considéré comme un problème social devant être une préoccupation quasi totale de l'Etat. La participation des pouvoirs publics était donc très présente à tous les niveaux : la gestion, le financement, la production, l'attribution...etc.

Les programmes de construction initiés présentaient un caractère social ce qui a rendu ce secteur non lucratif. Par conséquent, les fonds engagés dans l'habitat n'étaient que partiellement récupérés, et ne pouvaient donc être réinjectés dans le cycle de financement de nouveaux programmes. Aussi les prix, de location ou de vente du logement, étaient symboliques et de ce fait ne permettaient pas l'amortissement des investissements consentis ou vendus en fonction du coût de revient.

Un déséquilibre entre l'offre et la demande du logement, qui est dû particulièrement à l'accroissement du taux de démographie. Cela nécessitait plus de ressources afin de répondre aux demandes.

La Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance, La CNEP, s'était vu attribuer à partir de 1971, une nouvelle tâche en plus de la collecte des dépôts des ménages, cette tâche consistait en le financement du logement social. Elle était la seule institution financière étatique qui s'est spécialisée dans le financement du secteur de

⁷¹Banque Mondiale, La performance macroéconomique et sectorielle des politiques du logement dans des pays de la région MENA: Une étude comparative, Avril 2005, p 6.

l'habitat. Quant aux autres institutions, elles étaient orientées vers le secteur de l'immobilier et le financement des entreprises de bâtiment.

La promulgation de la loi 86/07 portant sur la promotion immobilière a étendu le champ d'activité de l'habitat promotionnel réservée aux OPGI et EPLF⁷². En effet, l'activité est ouverte à l'ensemble des promoteurs publics et privés dans le domaine de la construction du logement.

Cette loi visait à agrandir le champ d'intervention en matière de logement à usage d'habitation aux différentes institutions. De manière à réduire le poids qui pesait sur l'état qui était jusque là, le seul à assurer le financement et l'offre du logement.

Aussi et suite à cette loi, l'intervention des banques à coté de la CNEP est devenue possible. Cependant, si la réforme visait la multiplication des formes d'intervention dans le secteur de l'habitat, elle portait en elle quelques limites⁷³ :

- L'objet de la promotion immobilière aux logements à usage d'habitation réduit les chances d'émergence de véritables promoteurs dont l'activité s'étend à tous les types de construction.
- L'accès aux terrains uniquement par l'intermédiaire de L'APC favorise l'effet des entraves administratives à retarder la relance du secteur.

Les résultats de cette expérience étaient mitigés selon l'ABEF⁷⁴, car certaines opérations étaient un vrai succès tandis que les autres ont rencontré de grandes difficultés. Ces difficultés sont surtout dues au manque d'expérience des promoteurs immobiliers en matière de gestion des projets.

Cette loi a été donc un échec et les pouvoirs publics ont été poussés à modifier ce texte quelques années plus tard.

2.2. La période des réformes (1987-1993)

Ayant constaté les insuffisances du texte de 1986, lequel n'a pas permis de déclencher le développement de l'activité de promotion immobilière, un autre texte a été promulgué en 1993. C'est la loi 93/03 du 1er mars 1993 relative à l'activité immobilière qui a abrogé la loi 86/07.

⁷² L'office de la promotion et de la gestion immobilière (OPGI) et l'entreprise de promotion du logement familial(EPLF).

⁷³ SGCI « synthèse de l'étude relative au marché de l'immobilier et son risque en Algérie ».

⁷⁴ Association des Banques et Etablissements Financiers, séminaire sur le développement du crédit hypothécaire en Algérie, Avril 2005.

La loi 93/03 a ouvert la voie à toutes les personnes (physiques et morales), ayant la capacité d'effectuer des actes de commerce pour l'exercice de l'activité de promotion immobilière.

De plus, la réforme a levé la restriction de la promotion immobilière à la seule réalisation de logements à usage d'habitation.

En effet, l'activité de promotion immobilière est définie dans l'article 02 de cette loi comme étant «...l'ensemble des actions concourant à la réalisation ou à la rénovation des biens immobiliers destinés à la vente, la location ou la satisfaction des besoins propres. Les biens immobiliers concernés peuvent être des locaux à usage d'habitation ou des locaux destinés à abriter une activité professionnelle, industrielle ou commerciale ».

Comme le précédent texte, cette loi n'a pas eu l'écho attendu et le développement de l'activité de promotion immobilière n'a pas été au niveau des espérances tant attendues.

De ce fait, il était clair que le développement du secteur du logement promotionnel devait s'inscrire dans une politique et dans un dispositif de financement du logement plus global. Alors, depuis 1997, le schéma de financement de l'activité immobilière a été profondément rénové par l'apparition d'institutions spécialisées dans le soutien aux intervenants du marché immobilier.

2.3. La période de mise en place du nouveau dispositif à partir de 1997

A partir de 1997, des réformes ont été engagées dans le secteur de l'habitat et en particulier dans le système de financement du logement qui ont permis la transformation de la CNEP en banque qui est devenue CNEP Banque ainsi que la « démonopolisation » du système de financement du logement par le renforcement du cadre institutionnel visant à développer le crédit hypothécaire en Algérie⁷⁵.

Le dispositif institutionnel mis en place à partir de 1997 a favorisé l'intervention des banques commerciales (publiques et privées) de façon active dans le financement de l'immobilier du essentiellement à l'incapacité de la CNEP à subvenir aux besoins des citoyens en matière de financement du logement. Ce nouveau dispositif vise aussi à désengager l'Etat du système de financement du logement. Son rôle autant que régulateur se consacrera à:

- Réorganiser son action sociale envers la catégorie à faible revenu ;

⁷⁵ BELTAS.A, la titrisation, édition Légende, 2007, p 233.

- Consolider ses missions de puissance publique en matière d'urbanisme et de contrôle technique de construction ;
- Mettre en évidence les attributions des collectivités locales concernant le foncier et la protection des espaces bâtis ;
- Formaliser l'encadrement des relations entre les intervenants sur le marché de l'immobilier.

Section 3. Les intervenants dans le marché primaire du crédit hypothécaire

Les intervenants dans le marché primaire du crédit hypothécaire sont généralement les banques et les institutions complémentaires issues du nouveau dispositif de 1997 dans le but d'augmenter l'offre de logement, et de réduire les coûts pour permettre l'accession à la propriété.

3.1. Les organismes prêteurs

Les banques publiques sont les premiers offreurs de ressources financières pour les particuliers par le biais de formules de financement à moyen et long terme qui tentent d'offrir aux ménages la possibilité d'acquérir un logement dans de meilleures conditions et de renforcer donc la politique d'aide de l'Etat en matière de logement.

Les banques interviennent sur le marché primaire en tant que prêteur aux ménages et sur le marché secondaire en tant qu'emprunteur pour refinancer la totalité ou une partie des crédits qu'elles ont octroyés aux ménages auprès de la société de Refinancement Hypothécaire (SRH).

Le secteur bancaire était principalement constitué de banques commerciales publiques à savoir, la BEA, le CPA, la BNA, la BDL, la BAD, BADR et la CNEP Banque avec un réseau d'agences qui s'étendait sur tout le territoire national. Toutes ces banques activent dans l'octroi du crédit hypothécaire excepté la BAD qui a une autre vocation.

La scène bancaire nationale a vu ces dernières années l'émergence de plusieurs acteurs importants sur le marché du crédit immobilier à l'instar de la société Générale Algérie, Baraka Banque et plus récemment de Cetelem spécialiste du crédit aux particuliers et de la GOLF Bank, forçant dans leur sillage les banques nationales telles la BADR, la BEA, la BNA...etc à suivre le mouvement. Tout cela a eu pour effet de dynamiser un marché du crédit hypothécaire quasi-inexistant⁷⁶ et

⁷⁶ Avant 1999, seule la CNEP Banque était offreuse du crédit immobilier.

de susciter de nouveaux comportements des algériens en matière du choix de l'emprunt.

Cette arrivée massive coïncide avec l'aspiration de plus en plus d'algériens à l'accession à la propriété dans un contexte qui connaît des tensions structurelles majeures entre l'offre et la demande.

Le crédit hypothécaire, constitue donc le moyen efficace pour un employé de voir son rêve de d'accession à la propriété se réaliser dans des délais raisonnables. Et les intervenants dans ce secteur ne s'y sont pas trompés tant la demande semble forte et le potentiel de progression important.

3.2. Les institutions complémentaires

De nouvelles institutions ont été créées pour venir en aide aux banques en mettant à leur disposition des ressources longues et leurs assurant la couverture des risques d'insolvabilité. Ces institutions sont au nombre de cinq (05). Elles se divisent entre les institutions chargées de rendre solvable l'emprunteur et d'assurer son risque d'insolvabilité, et l'institution chargée du refinancement des crédits hypothécaires octroyés aux ménages.

3.2.1. Les institutions chargées de la solvabilité de la demande

a- La caisse nationale de logement (CNL)

La caisse nationale de logement (CNL) est un établissement public à caractère industriel et commercial (EPIC), sous tutelle du ministère de l'habitat et de l'urbanisme, créé par décret exécutif n°91-145 du 12 mai 1991 modifié et complété par le décret exécutif n°94-111 du 18 mai 1994. Cette caisse a pour missions :

- De gérer les aides et contributions de l'Etat dans le secteur de l'habitat, surtout en matière de promotion du logement à caractère social, de loyers, de résorption de l'habitat précaire, de restructuration urbaine, de réhabilitation et de maintenance du cadre bâti ;
- De promouvoir toute forme de financement de l'habitat et notamment du logement à caractère social par la recherche et la mobilisation de ressources autres que budgétaires.

b- Le Fonds de Garantie et de Caution Mutuelle de la Promotion Immobilière (FGCPI)

La création du FGCMPI était prévue, tout d'abord, dans la loi sur l'activité immobilière (93-03) du 1^{er} mars 1993 mais elle a été créée par décret n° 97-406 du 03 novembre 1997. C'est un organisme spécialisé, placé sous tutelle du Ministère de l'Habitat et de l'Urbanisme.

Le FGCMPI est une mutuelle de promoteurs à but non lucratif, dont le rôle consiste à garantir les paiements effectués au profit des promoteurs immobilier sous forme d'avances, à la commande, par les futurs acquéreurs de logements (ou immeubles à usage autre que d'habitation) dans le cadre d'une vente sur plans.

Autrement dit, le FGCMPI a pour mission de garantir le remboursement des avances effectuées par les acquéreurs de logement, reçus par les promoteurs immobiliers au titre d'un contrat de vente sur plan. Le fonds délivre une garantie aux acquéreurs dite « attestation de Garantie » couvrant le montant des avances versées, et ce, en cas d'insolvabilité du promoteur.

Le FGCMPI compte aujourd'hui 140 000 logements garantis à travers le territoire national avec une valeur de 117 milliards de Dinars⁷⁷.

Il est à noter que contrairement à une opération de promotion immobilière classique, où le risque pour la banque était considérable, le fonds est venu pour sécuriser une opération de promotion immobilière, en partageant le risque entre ses trois intervenants qui sont : le promoteur, la banque et l'acquéreur.

c- La société de garantie du crédit immobilier (SGCI)

La SGCI est une entreprise publique économique (EPE), société par actions (SPA) de droit privé ; créée le 05 octobre 1997 dans le cadre global de restructuration du secteur financier, avec un capital de 1.000.000.000 DA. Ses actionnaires sont les banques (BNA, BEA, CPA, BADR et CNEP) et les compagnies d'assurance publiques (SAA, CAAR, CCR et CAAT).

La SGCI est chargée de :

⁷⁷ Allocutions de M.DEHEL, Directeur Général du FGCMPI sur les ondes de chaîne III, juin 2008.

- Fournir des garanties pour des prêts consentis par les institutions financières prêteuses, dans le cadre de la promotion immobilière ou l'acquisition de biens à usage d'habitation.
- Gérer de manière autonome, le Fonds de garantie constitué des apports des établissements financiers ;
- Contrôler la gestion des établissements prêteurs en matière de contentieux, avec faculté de se substituer à eux pour le suivi des opérations de recouvrement des créances.

Par ailleurs, elle se fixe comme objectif la production de normes en matière de prévention du risque (élaboration de normes pour l'octroi de la garantie), et la constitution des fichiers statistiques. Son intervention dans le nouveau schéma et dans le cadre des garanties des crédits aux particuliers peut prendre l'une des formes suivantes :

- Garantie simple : Cette garantie couvre l'assuré (la banque) contre le risque d'insolvabilité définitive de l'emprunteur du crédit hypothécaire. Elle se traduit par une indemnisation en cas de défaut⁷⁸ de la contrepartie.
- Garantie totale : Cette dernière comprend, outre la garantie simple, une couverture des retards momentanés de règlement d'échéances par l'emprunteur.

d- La Société d'Automatisation des Transactions Interbancaires et de la Monétique (SATIM)

La SATIM est une société par actions (SPA), créée en 1995 avec un capital social de 267.000.000 DA. Ses actionnaires sont : la BNA, la BADR, la BEA, la CNEP, la BDL, la CNMA et EL BARAKA.

Cette institution fut créée au service des banques en mettant à leur disposition un Système Interbancaire de Gestion (SIG), qui englobe les prestations suivantes :

- Les transactions se rapportant à la monétique ;
- La commande des chèques ;
- La centrale des risques des ménages (CRM).

À la demande de l'Association des Banques et Établissements Financiers (ABEF), qui souhaitait mettre en place un système informatisé qui permettrait de vérifier à

⁷⁸ La déclaration du défaut est faite par la banque assurée. Elle doit préciser les causes de défaut et présenter les justificatifs nécessaires.

tout moment le niveau d'endettement des ménages, la SATIM a développé son progiciel de gestion de la CRM en 1999. Au démarrage en 2000, la CRM a été peuplée avec les données concernant les prêts au logement de la CNEP-Banque et du CPA.

La SATIM définit l'objectif du système de gestion de la CRM comme étant de fournir l'information pour éviter qu'un emprunteur puisse bénéficier, auprès de plusieurs banques à la fois, de crédits qui dépassent sa capacité de remboursement. Le système de la CRM met donc à la disposition des banques les informations qui lui permettent de connaître en temps réel le niveau d'endettement d'un emprunteur, c'est-à-dire l'état des engagements courants contractés par un emprunteur à l'échelle nationale, à savoir ⁷⁹ :

- l'ensemble des engagements courants contractés par l'emprunteur;
- le montant mensuel cumulé de toutes ses échéances;
- les crédits pour lesquels des retards de paiement sont enregistrés.

Aujourd'hui la centrale des risques relève de la Banque Centrale. Une décision qui a été prise par le Ministre des Finances lors d'un séminaire regroupant les banques en février 2008. Selon les banques, la centrale des risques de la SATIM entrave le processus du crédit hypothécaire au lieu de faciliter son déroulement⁸⁰.

3.2.2. L'institution chargée de refinancement hypothécaire : la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH).

La société de refinancement Hypothécaire (SRH) est une société par actions (SPA), créée le 29 novembre 1997 en tant qu'établissement financier agréé par la Banque d'Algérie.

Ses principaux actionnaires sont : le Trésor Public (Actionnaire majoritaire), les banques publiques (sauf BDL) et les compagnies publiques d'assurances (sauf CCR)

Son capital social initial fixé à 3 290 millions de dinars entièrement libéré a été augmenté à 4 165 millions de dinars en avril 2003.

La SRH se place au niveau du marché hypothécaire secondaire, son activité principale est le refinancement des portefeuilles de créances hypothécaire octroyés par les banques et établissements financiers aux ménages dans le cadre de

⁷⁹ Projet d'Assistance Technique pour le Développement du Crédit Hypothécaire en Algérie (PATDCHA), diagnostic de la centrale des risques de la SATIM, février 2004.

⁸⁰ L'ABEF, développement du crédit hypothécaire, 05 février 2008.

financement du logement et l'émission des titres obligataires sur le marché financier adossés à des hypothèques.

Le produit offert par la SRH est le refinancement des portefeuilles de crédits hypothécaires. Il permet aux banques et établissements financiers d'obtenir des ressources financières à moyen et long terme chaque fois qu'ils en ressentent le besoin.

Le refinancement se fait sur une période de cinq années renouvelable jusqu'à l'amortissement final correspondant à la durée du crédit octroyée par la banque aux clients.

Les missions de la SRH se résument dans les points suivants :

- Soutenir la stratégie du gouvernement qui vise à développer l'intermédiation financière destinée au financement du logement afin de réduire la pression sur le budget de l'Etat.
- Participer au développement du marché hypothécaire en favorisant l'octroi du crédit, par les banques et établissements financiers, aux ménages dans le cadre du financement du logement et ce dans un contexte concurrentiel.
- Mobiliser des ressources sur le marché en émettant des titres financiers adossés à des créances hypothécaires de haute qualité conformément à la législation en vigueur.
- Développer suffisamment d'incitations pour encourager l'intermédiation financière dans le domaine du crédit hypothécaire.

Nous allons aborder dans le deuxième chapitre la SRH en tant qu'organisme de titrisation, en évoquant le cadre réglementaire de la titrisation en Algérie.

Section 4. Evolution des crédits hypothécaires octroyés par les banques aux ménages.

4.1. Les montants des crédits hypothécaires octroyés aux ménages

Considérée comme la pionne dans le financement de la production et de l'accession de logement, la CNEP transformée en banque de l'habitat, joue un rôle important dans l'offre de ressources financière destinées au financement du crédit hypothécaire.

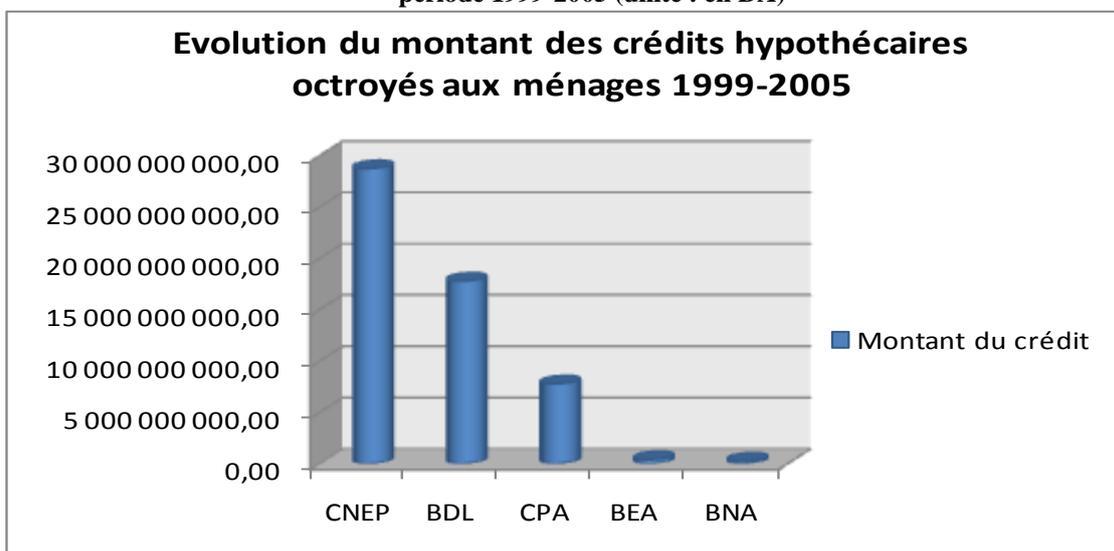
L'état comparatif du montant des crédits octroyés aux ménages et du nombre d'acquéreurs révèle que la CNEP Banque occupe la première place avec un montant total de 28 721 000 000,00 DA et de 45 178 acquéreurs sur la période 1999-2005.

Tableau 9: Evolution du montant des crédits hypothécaires octroyés aux ménages par les banques 1999-2005 (Unité : KDA)

BANQUE	NOMBRE DE DOSSIERS	MONTANT DES CREDITS
CNEP Banque	45 178	28 721 000
BDL	25 857	17 774 784
CPA	12 382	7 768 362
BEA	360	392 000
BNA	275	244 000
Total	84 052	54 900 146

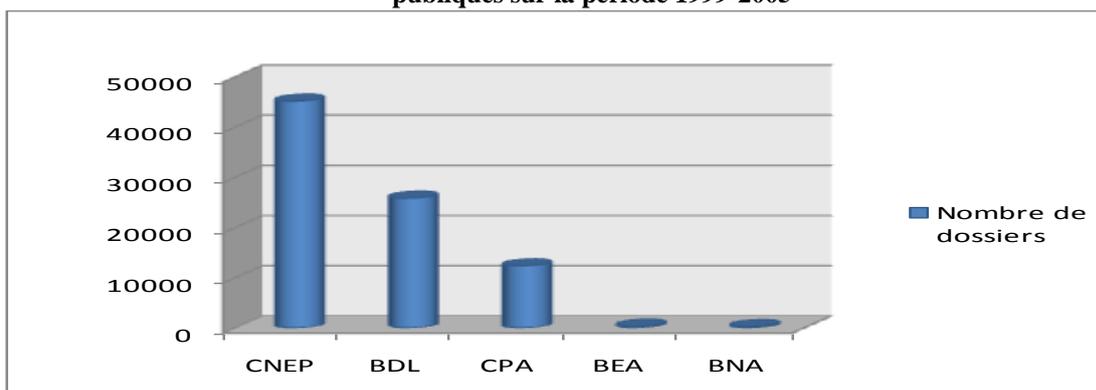
Source : la banque de données SRH sur le crédit hypothécaire en référence aux données officielles des banques.

Figure 14: évolution du montant des crédits hypothécaires octroyés par les banques publiques sur la période 1999-2005 (unité : en DA)



Source : la banque de données SRH sur le crédit hypothécaire en référence aux données officielles des banques.

Figure 15: évolution du nombre de dossiers des crédits hypothécaires accordés par les banques publiques sur la période 1999-2005



Source : la banque de données SRH sur le crédit hypothécaire en référence aux données officielles des banques

L'ouverture du champ d'intervention des autres banques publiques dans les opérations de financement de l'immobilier, a permis au CPA et plus particulièrement à la BDL de s'impliquer davantage dans le dispositif du financement de logement. La BDL et le CPA occupent aujourd'hui la deuxième place après la CNEP Banque.

Considérées comme nouvelles dans l'octroi du crédit hypothécaire, la BNA ainsi que la BEA ont démarré les opérations de financement de logement en 2002 avec une intervention timide enregistrant respectivement, à la fin de l'année 2005 des montants de 244 000 000, 00 DA et 392 000 000, 00 DA pour un nombre d'acquéreurs de 275 et de 360.

Malgré cette évolution en matière de l'octroi des crédits hypothécaire, le marché hypothécaire en Algérie ne représente que 1% du PIB. Dans les pays comme le Maroc la Tunisie ou l'Égypte il a dépassé 7% à 8%, en Europe il a dépassé les 10%. Sous d'autres cieux c'est un marché qui peut basculer une économie. Aux Etats-Unis le marché financier en entier est basé sur l'immobilier, comme l'a réellement prouvé la crise des subprimes.

Il faut rajouter aussi, que la participation des banques au financement du logement ne dépasse pas 10% des besoins exprimés annuellement⁸¹. L'intervention des banques, qui est un élément indispensable pour le bon fonctionnement du nouveau dispositif mis en place et donc la dynamisation du marché hypothécaire, reste donc très timide dans un secteur pourtant prometteur. Cette réticence s'explique par une insuffisance dans la maîtrise du crédit hypothécaire et la méconnaissance de

⁸¹ A.BELTAS, une stratégie de facilitation pour l'atténuation de la crise du logement, STRATEGICA N°2 , NOVEMBRE 2004

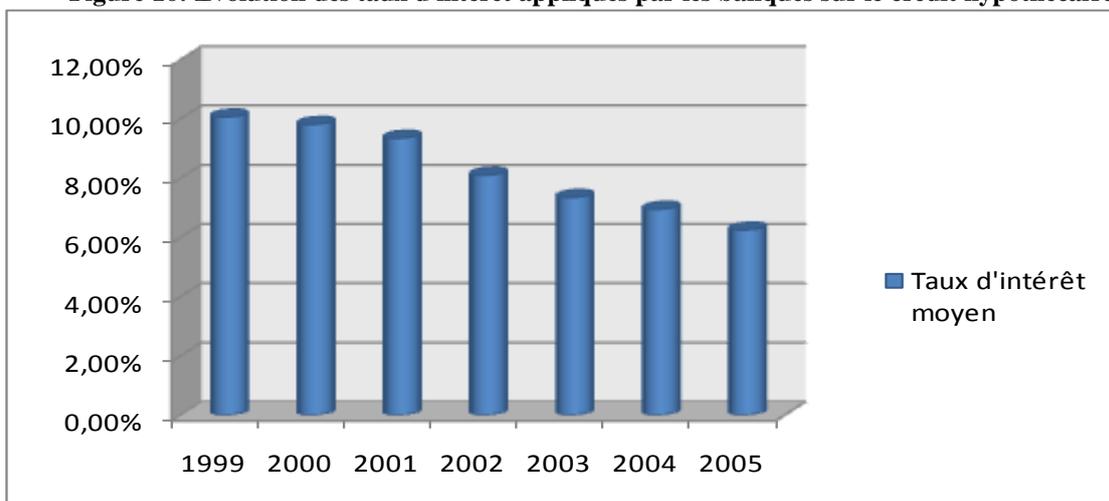
l'importance des produits des différentes institutions mises en place, notamment la SRH.

4.2. Les taux d'intérêt appliqués par les banques sur le crédit hypothécaire

Les taux d'intérêt pratiqués sur le marché hypothécaire correspondent à des échéances plus au moins longues qui varient de cinq (05) à trente ans(30) années et plus récemment à 40 années⁸² et dépendent des conditions prévalent sur le marché. La durée du crédit hypothécaire joue un rôle déterminant dans la fixation du niveau d'intérêt.

Le niveau des taux d'intérêts hypothécaires sont pratiquement similaires dans toutes les banques. Ceci peut être expliqué par la politique de gestion de risque liée au défaut de paiement. En 1999, les taux étaient fixés à 8,5% jusqu'à 11,5%. Ils ont connu après une baisse considérable à partir de 2005 pour statuer entre 5,75% à 6%. La politique prônée par les banques en matière des taux d'intérêt est semblable vu le caractère public qu'elle revête dans la mesure de servir la politique d'Etat en matière d'aide au logement.

Figure 16: Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques sur le crédit hypothécaire



Source : la banque de données SRH sur le crédit hypothécaire en référence aux données officielles des banques.

Les taux, considérés comme un instrument de la politique monétaire, sont aujourd'hui, de plus en plus en baisse en vu de stimuler l'activité du crédit hypothécaire et répondre à une concurrence de plus en plus accrue due à l'intéressement des banques privées par ce marché.

⁸² La durée la plus étendue du crédit hypothécaire appliquée par la CNEP Banque dans le cadre de réduire l'apport personnel, décision prise en 2008.

Chapitre 2. Émergence d'un marché secondaire du crédit hypothécaire en Algérie

L'accroissement persistant de la demande en logement et les besoins à la satisfaire sont tellement importants qu'il s'est imposé aux pouvoirs publics de trouver d'autres alternatives au financement que le budget de l'Etat et d'élargir ainsi l'offre de financement au logement en impliquant les banques et le marché financier.

Le développement d'un marché secondaire du crédit hypothécaire repose essentiellement sur la technique de transformation des créances hypothécaires en titres financiers qu'on appelle « titrisation ».

Ce chapitre s'étalera dans une première section sur la contenance de la loi sur la titrisation. On abordera dans une deuxième section le rôle de la SRH dans le développement d'un marché secondaire du crédit hypothécaire en Algérie.

Section 1. Une lecture de la loi Algérienne sur la titrisation

La loi n° 06-05 du 20 février 2006 portant titrisation des créances hypothécaires est le commencement d'une révolution financière en Algérie qui va donner probablement ses résultats dans les prochaines années à venir. Elle a été initiée et supervisée par la SRH en collaboration avec les banques et les représentants des différents ministères. Elle se positionne dans le premier carré des réformes entreprises par l'Etat et qui organiseront la désintermédiation du financement de l'économie nationale.

1.1. Le mécanisme de titrisation vu par la loi

La titrisation est définie par la loi comme étant la transformation des créances hypothécaires en titres. Le mécanisme de titrisation tel que décrit dans la loi se réalise en deux étapes :

- une cession de créances hypothécaires par une banque ou un établissement financier à un organisme de titrisation qui est un établissement financier (Société de refinancement hypothécaire)
- et une émission par l'organisme de titrisation de titres négociables représentatifs des créances hypothécaires.

Les intervenants dans l'opération de titrisation selon la loi sont :

1. Le cédant, peut être une banque ou un établissement financier qui cède ses créances hypothécaires (les crédits hypothécaires octroyés par la banque dans le cadre du financement du logement) regroupées dans un compartiment, à l'organisme de titrisation au moyen d'un bordereau de cession et d'extraits de bordereau de cession prévus à cet effet. une fois ces documents signés avec l'organisme de titrisation, le cédant se rapprocherait des agences foncières territorialement compétentes pour l'enregistrement des extraits de bordereau au nom de l'organisme de titrisation qui en devient propriétaire. La gestion des créances cédées repose sur le cédant qui s'en chargera moyennant une commission de gestion. Le cédant prépare à cet effet une convention de gestion qu'il signera avec l'organisme de titrisation ;
2. L'organisme de titrisation ayant le statut d'établissement financier est représenté par la Société de Refinancement Hypothécaire⁸³ (SRH). Il achète les créances hypothécaires du cédant qu'il transformera en titres négociables sur le marché financier. La cession est concrétisée par la convention de cession que l'organisme de titrisation prépare et signe avec le cédant ;
3. Le dépositaire central⁸⁴ dont les principales fonctions sont :
 - conservation des titres émis sur le marché obligataire,
 - paiement des titres par virement de compte à compte,
 - administration des titres émis.

D'autres acteurs vont devoir également intervenir à des degrés divers (COSOB, SGBV...).

1.2. Les avantages de la titrisation selon la loi

La titrisation va assurer la connexion entre le marché primaire et le marché secondaire du crédit hypothécaire. Elle permettra à la banque de mieux gérer son actif et de rendre liquide les créances qui jusque là posaient problème du fait de leur immobilisation et de leur charge en fonds propres.

Les avantages pour les banques qui titrisent leurs créances se traduiront par une réduction du coût du crédit en diversifiant leurs sources de refinancement jusqu'alors limitées au marché interbancaire, une plus grande aisance dans le

⁸³ Aujourd'hui, la SRH est le seul établissement qui peut remplir la fonction de l'organisme de titrisation

⁸⁴ Créé par décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la Bourse des Valeurs Mobilières.

respect des ratios prudentiels en jouant sur le dénominateur du ratio de solvabilité (ratio Cooke) par la sortie des créances du bilan dont l'effet sera la réduction de l'encours⁸⁵. En cédant leurs créances, les banques relancent la machine pour en offrir d'autres.

Avec cette technique, les banques disposent de la possibilité de céder leurs créances, non plus à la Banque Centrale dans le cadre d'un réescompte qui coute plus cher comparant aux taux du marché monétaire qui ont connu une baisse , mais à l'organisme de titrisation dans le cadre d'une opération de titrisation, qui procède à leur transformation en titres adossés aux créances cédées et négociables sur le marché.

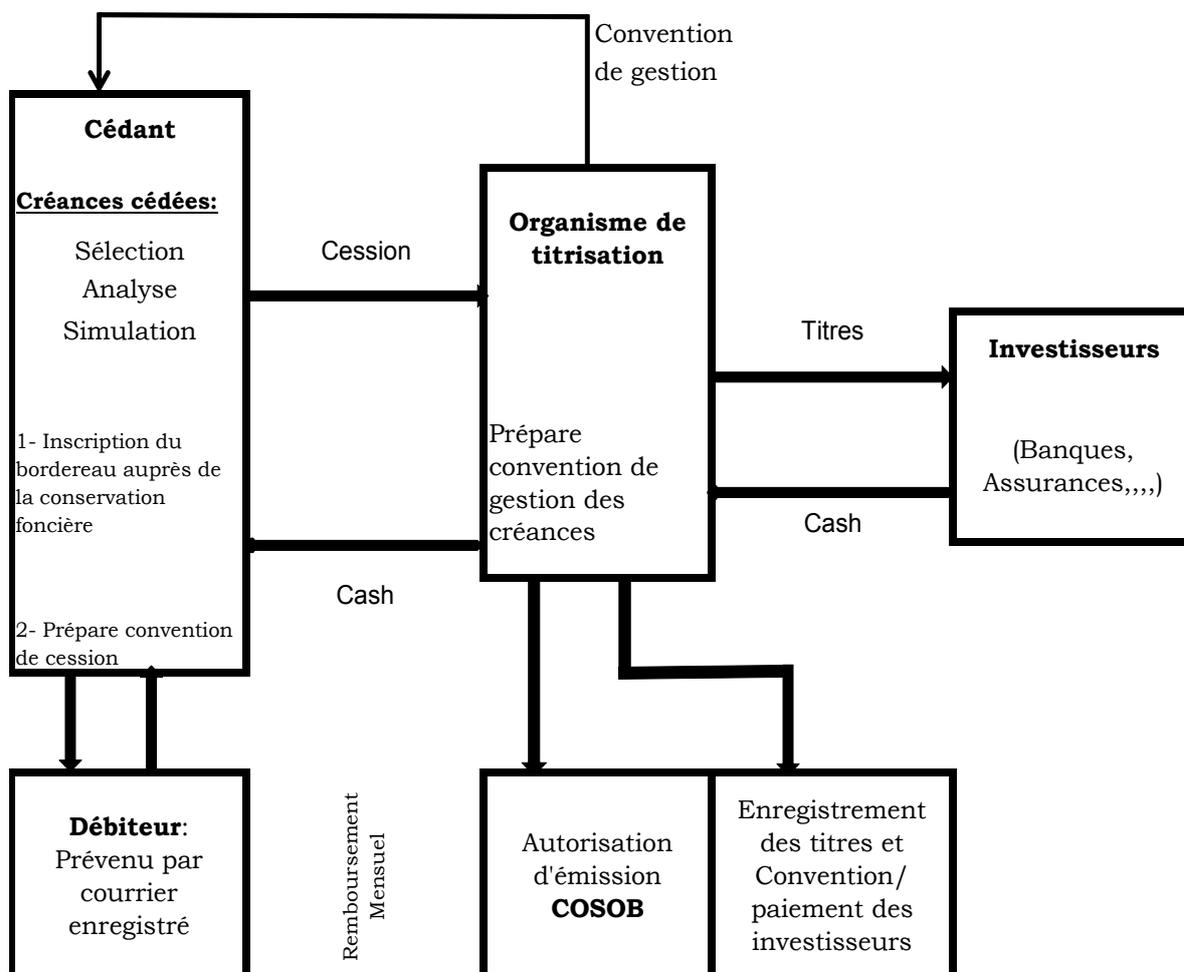
La titrisation favorise le financement désintermédié dont l'intérêt pour les banques est de se financer par l'actif de leur bilan en transformant des actifs illiquides (les créances hypothécaires) en titres négociables sur le marché financier. Cette transformation prend en fait l'allure d'un swap de créances contre des titres.

1.3. Schéma de titrisation selon la loi

Le schéma ci-dessous résume de manière synthétique les différents rôles de chacun des intervenants au cours d'une opération de titrisation selon la loi sur la titrisation et tels que nous les avons cités dans les paragraphes précédents.

⁸⁵ Voir partie I, chapitre 4, les avantages de la titrisation.

Figure 17: Schéma de titrisation en Algérie



Source : A. BELTAS, la titrisation, 2007.

Section 2. Le rôle de la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) dans le développement d'un marché secondaire du crédit hypothécaire

La SRH refinance les crédits hypothécaires octroyés aux ménages par les banques dans le cadre du financement du logement. Elle intervient dans le marché du crédit hypothécaire au niveau primaire pour mobiliser des fonds nécessaires aux besoins en refinancement exprimés par les banques commerciales ; et au niveau secondaire en vue de canaliser une épargne longue et à moindre coût par le recours aux emprunts obligataires.

La SRH offre le refinancement des créances hypothécaires selon deux modes de refinancement: le refinancement « avec recours » et le refinancement « sans recours ». Seuls les banques et établissements financiers qui se conforment aux conditions d'agrément SRH peuvent recourir à son refinancement. Les banques, ayant obtenu l'agrément SRH, deviennent des « intermédiaires agréés » et des « cédants gestionnaires » auprès de la SRH, selon le type de refinancement choisis et peuvent ainsi bénéficier des opérations de refinancement offertes par la SRH.

Dans le refinancement « avec recours », les créances hypothécaires demeurent au bilan de la banque et tous les risques liés aux crédits sont pris en charge par la banque. Les hypothèques de premier rang et toutes les primes d'assurances souscrites demeurent au nom de la banque. C'est dans ce type de refinancement que la SRH demande d'autres garanties supplémentaires telles que les bons de trésor.

Le refinancement « sans recours » nécessite la cession des créances hypothécaires par la banque au profit de la SRH avec le transfert des hypothèques de premier rang ainsi que les autres accessoires garantissant les créances au nom de la SRH. Tous les risques liés aux créances cédées sont supportés par la SRH. Toutefois, la banque continue de gérer les créances cédées pour le compte de la SRH moyennant une commission de gestion. L'aspect comptable de l'opération se caractérise par la sortie des créances cédées du bilan de la banque qui continuera à les gérer en hors bilan pour la SRH. Quand à l'aspect juridique de l'opération il se concrétise par l'inscription des hypothèques au niveau des agences foncières par le cédant gestionnaire au nom de la SRH qui en devienne propriétaire.

La SRH refinance les banques par le recours à la vente, sur le marché financier, des obligations hypothécaires de type Mortgage-Backed Bond (MBB) ou obligations adossée à des créances hypothécaires. Ce type d'emprunt obligataire a été utilisé par la France et l'Allemagne puis par les Etats-Unis en 1870 avec la création des banques hypothécaires et donc la création du premier marché des obligations aux Etats-Unis⁸⁶.

La titrisation au sens structuré et développé comme aux Etats-Unis et en Europe est inscrit dans les perspectives de la société. Le développement de ce type de titrisation nécessite un marché financier dynamique et la création d'autres institutions qui traceront et complèteront le schéma de titrisation en Algérie.

⁸⁶ Voir partie I, chapitre 1, Section 2, Rappel historique du Système de financement du logement aux Etats-Unis et naissance de la titrisation.

Ailleurs, notamment au Maroc et en Tunisie, la titrisation a pris le devant de la scène financière des deux pays par rapport à l'Algérie. Les lois sur la titrisation des créances hypothécaires ont été adoptées en 1999 au Maroc et en 2001 en Tunisie. Les deux pays ont pris le modèle européen comme référence. Le Maroc avait lancé sa première opération de titrisation en 2001 avec la création de Maghreb Titrisation comme première société de gestion qui assure la fonction d'arrangeur et de gérant et qui avait mis en place le CREDILOG I, premier fond commun de créance au Maroc. Le fond était structuré avec trois niveaux de parts avec un système de suretés multiples en l'absence de l'agence de notation. La deuxième expérience du Maroc dans le domaine fut le CREDILOG II lancé en 2003 avec des conditions similaires.

Comme pour le Maroc, la Tunisie avait lancé sa première opération de titrisation dès la promulgation de la loi sur la titrisation en 2001. La société de gestion Maghreb Titrisation avait été sollicitée par la banque privée tunisienne BIAT⁸⁷ pour le montage d'une opération de titrisation des créances hypothécaires qui avait abouti à la mise en place d'un fond de titrisation baptisé FCC BIAT Credimmo⁸⁸. Les conditions sont similaires à celles du Maroc. Contrairement au fond de créances marocain, le fond de titrisation tunisien a été soumis à la notation et avait obtenu la meilleure notation de l'agence de Rating Moody's. Cette première expérience a été suivie par une deuxième opération de titrisation en 2007 et qui avait connue un grand succès en Tunisie.

L'Algérie accuse donc un retard affirmé dans le domaine par rapport à ses pays voisins, en l'absence d'une titrisation structurée et d'un dynamisme de son marché financier.

2.1. L'intervention de la SRH sur le marché primaire du crédit hypothécaire

La SRH intervient sur le marché primaire du crédit hypothécaire en tant qu'offreur de fonds à moyen et long terme en refinançant des portefeuilles de prêts au logement consentis aux ménages par les banques et établissements financiers.

Les banques et établissements financiers doivent remplir certaines conditions dictées par la SRH pour obtenir l'agrément leur permettant de bénéficier du refinancement offert par la SRH.

⁸⁷ Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT).

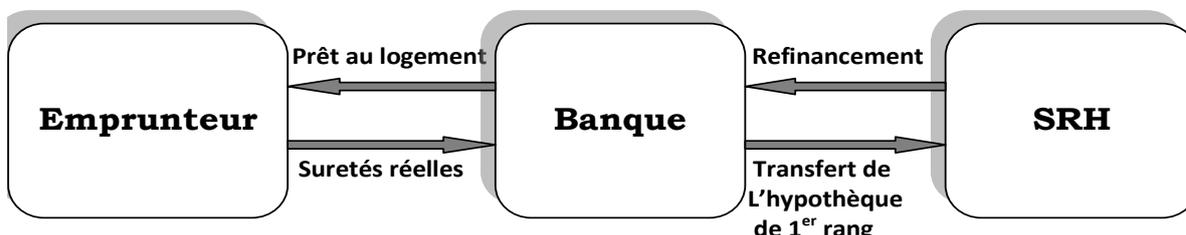
⁸⁸ Nouaim Squalli, Maghreb Titrisation : Deuxième fonds en Tunisie, L'économiste le 01 juin 2007

En effet, la SRH octroi l'agrément de « l'Intermédiaire Agrée » pour les banques et établissements financiers qui optent pour un refinancement avec recours et l'agrément du « Cédant Gestionnaire » pour les banques et établissements financiers qui choisissent un refinancement sans recours. Toutefois, les banques et établissements financiers peuvent opter pour les deux agréments en choisissant les deux types de refinancement. Les portefeuilles de créances hypothécaires transmis par les banques pour le refinancement sont soumis à une sélection de la SRH selon les conditions et critères suivants :

- Nature du prêt : Prêts au logement
- Bénéficiaire : Particuliers
- Objet du prêt : Achat de logement/la construction d'une maison individuelle/l'extension ou la réhabilitation de l'habitation existante.
- Le ratio prêt/valeur : les prêts octroyés ne doivent pas être inférieurs ou égales à 80% de la valeur des garanties fournies dans le cadre d'une titrisation avec recours. la titrisation sans recours exige une assurance insolvabilité pour les prêts dépassant 60% des garanties fournies.
- Durée maximale du prêt : 25 ans
- Durée du refinancement : 5 ans renouvelables.
- Durée du portefeuille de prêts : la durée moyenne pondérée de tous les prêts.
- Situation du prêt : Non défaillants ou impayés à la date de titrisation
- Prêteur : Banques et établissements financiers.
- Echéances : Constantes (intérêts + capital)
- Périodicité : Mensuelle
- Garanties : Sûretés réelles (Hypothèque de 1er Rang) et dont la valeur restante ne peut être inférieure à 125% du montant de refinancement
- Le taux d'intérêt du portefeuille : le taux moyen pondéré de tous les prêts moins la marge de la banque ou la commission de gestion de la banque s'il s'agit d'un refinancement sans recours et qui égale à l'écart entre la totalité des paiements d'intérêts des emprunteurs et le taux du portefeuille payé à la SRH.

On peut schématiser l'intervention de la SRH sur le marché primaire du crédit hypothécaire comme suit :

Figure 18: Intervention de la SRH sur le marché primaire du crédit hypothécaire



Source: schémas réalisé par nos soins.

L'emprunteur consenti un crédit hypothécaire auprès d'une banque laquelle reçoit en contre partie des suretés réelles soit une hypothèque de 1^{er} rang. Pour répondre à un besoin en liquidité, la banque demande à la SRH le refinancement du prêt consenti en lui transférant en son nom l'hypothèque de 1^{er} rang comme garantie.

Le taux de refinancement appliqué par la SRH est inférieur au taux débiteur appliqué par les banques sur les crédits hypothécaires. Le refinancement permet donc à la banque de mobiliser des fonds à long terme, et de bénéficier d'une marge sur les taux d'intérêt ainsi que de la liquidité résultante du refinancement.

Le prêt au logement refinancé par la SRH, est amorti mensuellement selon le tableau d'amortissement de la banque et celui de la SRH en fonction des conditions de financement du prêt par la banque et les conditions de refinancement du prêt par la SRH.

Il est utilisé pour le paiement mensuel de l'emprunteur la formule⁸⁹ suivante :

$$PM = \frac{SC_0 * I * (1+I)^N}{[(1+I)^N - 1]}$$

I = le taux d'intérêt mensuel = taux(%) d'intérêt annuel du crédit / 12*100

⁸⁹ Toutes les formules utilisées sont reprises du Programme d'Assistance Technique pour le Développement du Crédit Hypothécaire en Algérie (PATDCHA).

SC_0 = Montant du crédit initial (solde crédit à la période 0)

N = durée du crédit en nombre de mois

À partir de la formule du paiement de la mensualité, la banque établit le tableau d'amortissement du crédit en calculant le principal et intérêt dans chaque paiement mensuel.

Le principal peut être calculé par la formule suivante :

$$P_n = \frac{SC_0 * I * (1+I)^{N-1}}{[(1+I)^N - 1]}$$

I = le taux d'intérêt mensuel = taux(%) d'intérêt annuel du crédit / 12*100

SC_0 = Montant du crédit initial (solde crédit à la période 0)

n = le mois (en terme de numérotation) pour lequel on veut calculer le remboursement du principal.

L'intérêt est calculé comme suit :

$$I_n = \frac{SC_0 * I * [(1+I)^N - (1+I)^{N-1}]}{[(1+I)^N - 1]}$$

I = le taux d'intérêt mensuel = taux (%) d'intérêt annuel du crédit / 12*100

SC_0 = Montant du crédit initial (solde crédit à la période 0)

n = le mois (en terme de numérotation) pour lequel on veut calculer le montant d'intérêt dus.

Dans le tableau d'amortissement du prêt, plus la durée de remboursement augmente plus l'intérêt régresse et plus le capital augmente.

Nous allons illustrer par un exemple ci-après le mécanisme de refinancement.

Soit une banque A a consenti trois (04) prêts au logement :

1^{er} prêt X = 1 000 000,00 DA pour achat d'un logement.

2^{ème} prêt Y = 1 500 000,00 DA pour une construction d'une habitation.

3^{ème} prêt Z = 900 000,00 DA pour l'extension d'une habitation.

4^{ème} prêt V = 500 000,00 DA pour la réhabilitation d'une habitation.

Tableau 10: Portefeuille de prêts au logement octroyés aux particuliers par la banque A (Unité : DA)

	objet	Montant	Date d'octroi du prêt	Durée du prêt en mois	Taux d'intérêt	Mensualité	Valeur du bien hypothéqué	Ratio Prêt/Valeur
X	1	1 000 000,00	01/01/2007	300	5,75%	6 291,06	2 000 000,00	50%
Y	2	1 500 000,00	02/03/2007	240	6,00%	10 746,47	2 800 000,00	54%
Z	3	900 000,00	04/12/2006	180	6,00%	7 594,71	1 450 000,00	62%
V	4	500 000,00	25/02/2007	204	5,75%	3 846,44	1 000 000,00	50%
		3 900 000,00				28 478,68	7 250 000,00	

Source : tableau réalisé par nos soins en référence aux conditions de refinancement et au canevas type SRH.

Le tableau ci-dessus désigne les quatre (4) prêts octroyés aux particuliers avec l'application des conditions de la banque concernant le taux d'intérêt, la durée, et le ratio prêt/valeur. La mensualité a été calculée selon la formule précédente à partir du tableau d'amortissement de chaque prêt⁹⁰.

Dans une deuxième optique, la banque A manque de liquidité et décide de refinancer son portefeuille auprès de la SRH. Cette dernière, après examen du portefeuille en fonction des conditions de refinancement, décide d'accorder le refinancement du portefeuille à la banque A à partir du 01/02/2008 date de première échéance du portefeuille.

La SRH détermine son taux de refinancement à partir du taux d'intérêt moyen pondéré du portefeuille de la banque ainsi des coûts de ces ressources internes.

Le montant de refinancement est le total du montant du portefeuille.

Le montant : 3 900 000,00 DA

Le taux d'intérêt moyen pondéré : 5,90%⁹¹

La durée de refinancement : 60 mois (5ans)

La marge de la banque A : 2,00%⁹²

⁹⁰ Voir ANNEXE 1, 2, 3 et 4.

⁹¹ La pondération est par rapport au montant octroyé. L'intervalle des différents taux d'intérêt des prêts au logement composant le portefeuille ne doit pas dépasser 1%.

⁹² La marge que les banques prennent par le refinancement de leurs portefeuilles est entre 1,5% à 2,5% selon les procédures de la SRH.

Le taux de refinancement : 3,90%

On déduit la marge de la banque du taux d'intérêt moyen de la banque on obtient le taux de refinancement.

Tableau 11: Portefeuille de prêts au logement octroyés aux particuliers par la banque A et refinancé par la SRH (Unité : DA)

Montant du portefeuille	Date d'octroi du prêt	Durée du prêt en mois	Taux de refinaceme	Mensualité	Valeur du bien hypothéqué	Ratio Prêt/Valeur
3 900 000,00	01/02/2008	60	5,90%	71 648,57	7 250 000,00	54%

Source : tableau réalisé par nos soins en référence au tableau d'amortissement SRH.

Le tableau ci-dessus indique le processus de refinancement du portefeuille de la banque A avec l'application des conditions de la SRH concernant le taux de refinancement, la durée qui est de 5 ans, et le ratio prêt/valeur (RPV ou LTV) qui ne doit pas dépasser 80% (pour le refinancement sans recours, les prêts dont le RPV est supérieur à 60% doivent être couverts par une assurance de solvabilité). La mensualité a été calculée selon la formule précédente à partir du tableau d'amortissement du total du portefeuille⁹³.

Le rapport des flux entre débiteurs, banque et SRH est illustré dans le tableau ci-dessous. Les mensualités versées par les débiteurs à la banque A dans le cadre du financement des trois (03) prêts hypothécaires seront reversées à la SRH dans le cadre du refinancement de ces prêts en référence aux tableaux d'amortissements de la banque A et de la SRH⁹⁴.

Tableau 12: les mensualités versées par les débiteurs à la banque A qui les reverse à son tour à la SRH (Unité : DA)

Par mois	Mensualités recues des débiteurs	Mensualités versées par la banque A à la SRH
1er mois	27 900,50	71 648,57

Source : tableau réalisé par nos soins en référence au tableau d'amortissement SRH.

L'avantage principal du mécanisme de refinancement SRH est de mettre à la disposition du banquier une ressource stable tout au long de son engagement avec ses débiteurs. Cela permet d'en faire un double usage :

⁹³ Voir ANNEXE 6

⁹⁴ Voir ANNEXES 5 et 6

- Comblent une éventuelle « impasse de liquidité » ;
- Réemployer les montants non utilisés dans d'autres crédits hypothécaires.

La SRH compte aujourd'hui plus de 8 milliard de dinars de portefeuilles de prêts hypothécaires et plus de 2000 dossiers refinancés en marge d'un protocole d'accord signé par la SRH et la BDL en 2003 pour la prise en charge du programme de refinancement des portefeuilles hypothécaires établi par la SRH et la BDL en 2003 .

Tableau 13: Portefeuilles de prêts hypothécaires octroyés aux ménages par la BDL et refinancés par la SRH.

Année	Taux de Refin %	Montant du portefeuille		Type 1 : Achat		Type 2 : Construction		Type 3: Extention		Type 4: Réhabilitation	
		Montant	Nomb d'acq	Montant	Nomb d'acq	Montant	Nomb d'acq	Montant	Nomb d'acq	Montant	Nomb d'acq
2000	7,5	32 130 371,00	37	13 146 371,00	13	14 660 000,00	20	2 450 000,00	2	1 874 000,00	2
2001	7	162 031 044,00	192	44 805 000,00	46	99 250 142,00	117	6 315 902,00	11	11 660 000,00	18
2002	5,7	658 473 390,00	630	64 963 000,00	69	309 972 181,00	415	69 659 584,00	94	36 919 000,00	52
2003	5,4	3 564 990 395,00	4965	766 866 597,00	921	2 126 860 483,00	2965	337 807 727,00	579	333 455 588,00	500
2004	5,2	2 323 793 876,00	3257	643 292 094,00	723	1 258 429 256,00	1871	220 470 270,00	684	201 602 256,00	290
2005	4,5	1 874 988 350,00	3094	258 289 931,00	318	1 323 843 924,00	2292	172 007 400,00	311	120 847 095,00	173
Total	5,9	8 616 407 426,00	12175	1 791 362 993,00	2090	5 133 015 986,00	7680	808 710 883,00	1681	706 357 939,00	1035
%		100%	100%	21%	17%	60%	63%	9%	14%	8%	9%

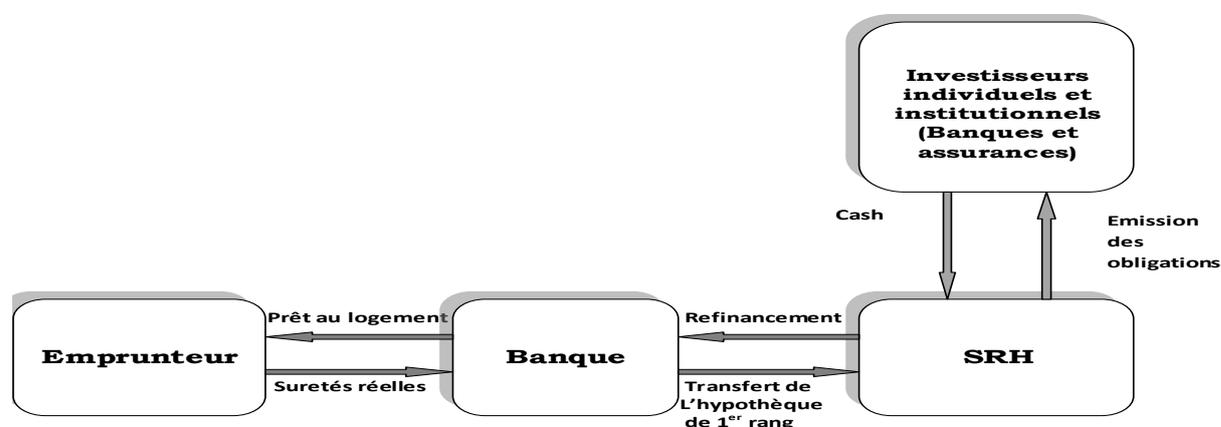
Source : SRH, Direction des Opérations, Département Refinancement, situation sur les portefeuilles, 2008.

Le type de refinancement utilisé par la SRH jusqu'à aujourd'hui est le refinancement avec recours. Le refinancement sans recours dont les créances hypothécaires seront cédées à la SRH, est inscrit dans les perspectives de la société. En effet la SRH, depuis la promulgation de la loi sur la titrisation, se prépare pour le lancement de la première opération de titrisation avec cession de créances. Cette opération est concrétisée par la mise en place d'un comité technique constitué de représentants de banques publiques pour la mise en œuvre de la loi sur la titrisation. La SRH a procédé durant 2007-2008 à l'organisation des journées d'études à l'égard des banques privées et publiques pour expliquer le mécanisme de titrisation et son rôle dans le développement d'un marché secondaire du crédit hypothécaire.

2.2. L'intervention de la SRH sur le marché secondaire du crédit hypothécaire

La SRH intervient sur le marché secondaire du crédit hypothécaire en tant qu'emprunteur de fonds auprès des investisseurs institutionnels et individuels. Dans sa forme la plus élaborée, le marché secondaire consiste en un mécanisme de refinancement obligataire qui permet aux banques commerciales émettrices des crédits pour le financement de logement, d'obtenir des liquidités en contrepartie de l'émission des titres financiers (obligations) adossés à un portefeuille de prêts hypothécaires⁹⁵. La SRH refinance les banques en émettant des titres obligataires sur le marché financier. Le schéma désigné dans « figure 2 » sera complété par l'intervention de la SRH dans le marché secondaire du crédit hypothécaire.

Figure 19: l'intervention de la SRH dans le marché secondaire du crédit hypothécaire



Source: schémas réalisé par nos soins.

Comme nous l'avons déjà précisé dans les paragraphes précédents, la SRH intervient sur le marché financier à la recherche d'un financement de longue durée en émettant des obligations de type MBB ou obligation adossée à des créances hypothécaire. C'est un titre d'emprunt à long terme par lequel l'émetteur promet de payer à l'investisseur un taux d'intérêt fixe pendant une période déterminée et de rembourser le capital à la date de l'échéance fixée (remboursement in fine). Les MBB sont généralement considérés comme une forme de dettes obligataires appartenant à l'institution émettrice du même titre que les bons de corporation sauf qu'elles sont garanties par des hypothèques⁹⁶.

⁹⁵ Bulletin N°5, SRH.

⁹⁶ Bulletin N°6, SRH

Contrairement à l'obligation, un titre de type MBS est un titre représentatif d'un portefeuille de prêts hypothécaires mais dont l'investisseur reçoit des paiements réguliers du capital et d'intérêt. Les MBS représente la forme la plus développée dans la transformation de créances hypothécaires en titres. Ils sont structurés en tranches prioritaires et tranches juniors selon le système de notation de chaque tranche par rapport au risque encouru de chacune.

Les obligations adossées à des hypothèques comme toutes les obligations émises sur le marché financier local sont loin d'obéir aux normes internationales de la notation des titres par des organismes du rating tels que Standards and Poors et Moodies.

Des experts pensent que c'est encore trop tôt pour l'Algérie de faire appel à ces agences internationales de notation qui exigent un cadre économique et financier assez développé⁹⁷.

Les MBB sont négociables et peuvent être vendues sur le marché secondaire (la Bourse) dans la mesure où elles sont cotées en bourse. Ceci nécessite un marché secondaire assez dynamique.

Il est vrai que le marché secondaire ne connaît pas le dynamisme qu'il mérite et cela pour deux raisons. La première est que les investisseurs porteurs de titres préfèrent les garder parce qu'il ya beaucoup de liquidité et les banques ne savent plus quoi en faire. Il n'y a pas autant d'opportunité d'investissement qu'il n'y a de liquidité sur le marché. La seconde est que le système bancaire est encore très mal organisé. Les banques feront plus d'argent du fait d'accorder un taux d'intérêt moindre que le marché financier par les commissions réalisées. Comme d'autres entreprises publiques algériennes, la SRH a eu recours à un emprunt obligataire sur le marché financier local, auprès d'épargnants institutionnels (banques et assurances) afin de collecter les sommes nécessaires au financement de son activité de refinancement des prêts hypothécaires. Cet emprunt a été lancé en juillet 2003 en direction des investisseurs institutionnels (banques et établissements financiers). Le montant

⁹⁷ « En Algérie, nous n'avons pas de notation, parce que noter une entreprise reviendrait à noter le pays. Nous ne sommes pas encore prêts pour la notation pour une raison évidente. En tant que pays mono exportateur nous serions pénalisés. Un analyste qui devrait attribuer une note à l'Algérie va se dire ce n'est pas une économie très diversifiée et va nous pénaliser. De plus nous n'avons pas de système financier performant et efficace ce qui nous porterait gravement préjudice si nous devons être notés » Lachemi SIAGH, P-DG Stratégica, 2007.

global est de 2,48 MDA (souscrit en deux tranches de 3 et 5 ans) pour des obligations d'une valeur de 10.000 DA chacune. Les souscripteurs à cet emprunt sont : CNEP, CNAC, SAA, BDL, CPA, BEA, CAAR, Célim Sicav et CAAT.

L'emprunt obligataire est matérialisé par l'émission d'obligations qui correspondent à des titres de créance à revenus fixes (taux d'intérêt) émis pour une durée déterminée (plusieurs années). Comme toute émission d'emprunt obligataire, l'émission de la SRH a nécessité le visa de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB). La SRH a été également accompagnée par le CPA comme chef de file qui assure les contacts avec les banques qui souscrivent et fait le suivi de l'opération depuis son lancement jusqu'à sa clôture et le cabinet STRATEGICA comme conseiller financier. Nous allons aborder en détail l'emprunt de la SRH dans le troisième chapitre qui suit

Chapitre 3. Une application concrète : le montage d'une opération de titrisation réalisée par la Société de Refinancement Hypothécaire (S.R.H)

La SRH, en s'inscrivant dans le processus de titrisation, a procédé à la mise en place d'une première opération de titrisation en juillet 2003 avant l'apparition de la loi sur la titrisation, en transformant les portefeuilles de créances refinancées au profit de la BDL en obligations hypothécaires placées sur le marché financier. Cette opération est qualifiée de titrisation associée à une opération de refinancement « avec recours ». En effet, la SRH a émis pour la première fois des titres obligataires sur le marché financier en vue de refinancer des portefeuilles de créances hypothécaires présentés par la Banque de Développement Local (BDL)⁹⁸.

Section 1. Description de l'opération

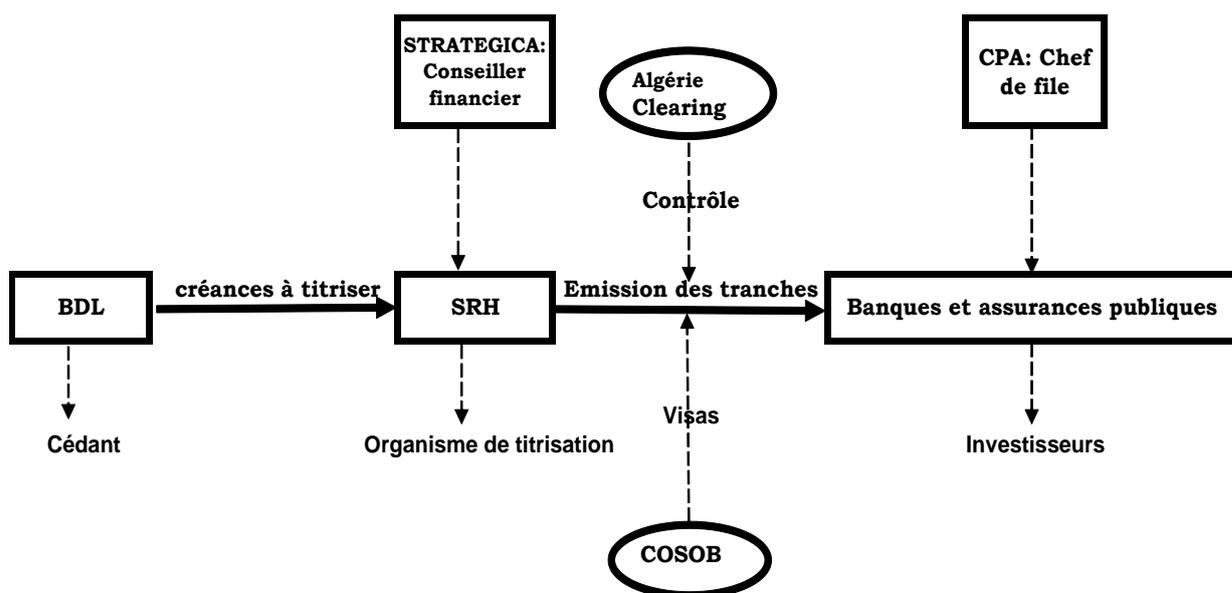
Dans cette section, nous étudierons les caractéristiques de l'opération de titrisation, réalisée par la SRH en 2003. Cette opération se réfère à une titrisation avec recours inhérente à des prêts hypothécaires octroyés aux ménages par la Banque de Développement Locale (BDL) pour un montant total de 3 021 494 290.00 DA.

L'opération a été initiée à partir de l'année 2001 par les premiers portefeuilles de la BDL transmis à la SRH pour leur refinancement. Lorsque le montant total des portefeuilles de créances refinancés a accédé le seuil de 3 milliards de DA en 2003, la SRH a décidé d'émettre des titres obligataires adossés à ces créances.

Le but de l'émission est de dégager les fonds nécessaires à la réalisation des opérations de refinancement de crédits hypothécaires alloués aux emprunteurs par la BDL.

⁹⁸ BELTAS Abdelkader, une stratégie de facilitation pour l'atténuation de la crise du logement, STRATEGICA N°2 novembre 2004 p 17.

Figure 20: Schéma des intervenants dans l'opération de titrisation SRH.



Source : schéma réalisé par nos soins.

1.1. Caractéristiques des portefeuilles de créances Hypothécaires, objet d'emprunt obligataire

Les portefeuilles de créances hypothécaires sujets d'emprunt obligataire, sont en nombre de dix (10) et ils présentent les caractéristiques suivantes :

Tableau 14: Portefeuilles objet d'emprunt obligataire SRH 2003 (Unité : DA)

N° du Port	N° de Conven	Taux d'intérêt BDL	Taux de Refinancement	Montant du portefeuille	Nomb de dossiers	Durée moyenne du port
1	001/2000	11,00%	7,50%	32 130 371,00	37	179
2	001/2001	9,00%	7,00%	70 228 639,00	89	198
3	002/2001	9,00%	7,00%	91 802 405,00	103	198
4	001/2002	9,50%	6,00%	176 959 625,00	232	204
5	002/2002	7,50%	5,00%	309 893 182,00	502	191
6	003/2002	7,50%	6,00%	171 620 583,00	128	196
7	001/2003	7,50%	5,00%	542 962 053,00	912	189
8	002/2003	8,50%	6,00%	171 855 016,00	103	211
9	003/2003	8,50%	6,00%	399 741 636,00	236	215
10	004/2003	7,50%	5,00%	1 054 300 780,00	1702	202
Total				3 021 494 290,00	4044	

Source : SRH, Direction des opérations de refinancement hypothécaire

La BDL s'est refinancée auprès de la SRH avec les conditions résumées dans le tableau suivant :

Tableau 15: Conditions de refinancement des portefeuilles de créances hypothécaires objet de l'emprunt (Unité : en DA)

	BDL	SRH
Montant du portefeuille	3 021 494 290,00	3 021 494 290,00
Taux	7,92%	5,44%
Durée	204	60
Mensualité	26 996 936,14	57 630 411,97

Source : réalisé par nos soins en référence aux données des portefeuilles SRH.

Le montant initial : c'est le montant total des portefeuilles refinancés

Le Taux BDL : c'est la moyenne des taux d'intérêt pondérés par rapport aux montants des portefeuilles

Le Taux SRH : c'est la moyenne des taux de refinancement pondérés par rapport aux montants des portefeuilles.

Durée BDL : c'est la moyenne des durées pondérées par rapport aux montants des portefeuilles.

Durée SRH : c'est la durée de refinancement qui est de 5 ans selon les conditions de refinancement.

Les Mensualités : elles sont calculées en fonction de la formule évoquée dans les paragraphes précédents⁹⁹. Elles représentent dans les tableaux d'amortissement de la BDL et de la SRH, la mensualité constante représentait en principal et intérêt que le débiteur doit verser à la BDL chaque mois durant la durée du prêt et la mensualité constante que la BDL doit reverser à la SRH chaque mois pendant 5 ans¹⁰⁰.

Les taux et les durées sont pondérés par rapport aux montants des portefeuilles. Le remboursement du principal et intérêt s'effectue par mensualités constantes

Les portefeuilles sont refinancés par des ressources internes de la SRH et sur la base des ressources externes notamment le prêt contracté avec le Fond Arabe de Développement Economique et Social (FADES) le 24 novembre 2001 et qui concerne essentiellement le refinancement des crédits hypothécaires dont le montant est égal ou inférieur à un million de Dinars.

⁹⁹ Voir partie 2, chapitre 2, section 2, titre 1 : intervention de la SRH dans le marché primaire du crédit hypothécaire

¹⁰⁰ Voir ANNEXE 7 et 8

Tous les crédits immobiliers constituent les dix portefeuilles refinancés respectent les conditions de refinancement de crédits immobiliers et les modalités de suivi approuvées par la Banque d'Algérie. De plus, tous les crédits immobiliers présentement visés sont garantis par la Société de Garantie de Crédit Immobilier (SGCI).

1.2. Description de l'emprunt obligataire

Cette opération est la première de la SRH lancée le 05 Juin 2003 après l'autorisation prise par l'Assemblée Générale Ordinaires des actionnaires de la société pour son exécution.

L'emprunt obligataire a eu lieu le 13 juillet 2003 et a été réalisé selon la méthode dite d'adjudication à la « hollandaise » et a permis de retenir, après classement, les offres les plus intéressants proposés par les banques et compagnies d'assurances publiques.

Au niveau de la structure de l'emprunt, on distingue deux tranches : la première tranche représente 1 329 998 000 DA à 4% le coupon avec un taux de rendement annuel de 3.72% et dont la date d'échéance était fixée le 15 juillet 2006. La seconde tranche représente un montant de 1 179 097 000 DA à 4.5% le coupon avec un taux de rendement annuel de 4.16% et dont la date d'échéance est fixée pour le 15 juillet 2008.

Les tranches s'amortissent au nominal dans leur intégralité à la date de leurs échéances. Les obligations émises présentent les caractéristiques suivantes :

Tableau 16: Description de l'emprunt obligataire SRH, 2003 (Unité : en DA).

	Tranche A	Tranche B
Nombre d'obligations	132 000	116 000
Montant nominal Unitaire	10 000	10 000
Montant nominal total	1 320 000 000	1 160 000 000
Emission	en une seule fois	en une seule fois
Date de souscription	15/07/2003	15/07/2003
Date de jouissance et de règlement des parts	15/07/2003	15/07/2003
Durée de vie moyenne prévisionnelle = Durée de vie du titre	3 ans	5 ans
Maturité prévisionnelle	15/07/2006	15/07/2008
Prix d'émission	1 330 296 000	1 177 284 000
Taux actuariel prévisionnel = Taux approximatif	3,72%	4,16%
Taux Facial	4%	4,50%
Taux facial du premier coupon	-	-
Rythme paiement des intérêts	ANNUEL	ANNUEL
Première date de paiement intérêts	15/07/2004	15/07/2004
Rythmes d'amortissement	à l'échéance du titre	à l'échéance du titre
Prix de Remboursement	1 478 400 000	1 421 000 000
Investisseurs	Banques Publiques et compagnies d'assurances publiques	Banques Publiques et compagnies d'assurances publiques

Source : Réalisé par nos soins en référence aux données de la notice d'information de l'emprunt SRH.

Les remboursements des investisseurs effectués par la SRH par rapport aux mensualités reçues des clients BDL et celles versées par la BDL à la SRH se présentent comme suit :

Tableau 17: l'ensemble des flux générés par l'opération de titrisation SRH/BDL (Unité : en DA)

Durée par rapport à l'emprunt	Montants recus des clients BDL	Montants versés par la BDL à la SRH	Montants versés par la SRH aux investisseurs
36	971 889 701,11	2 074 694 830,82	1 478 400 000,00
60	647 926 467,41	1 383 129 887,22	1 421 000 000,00

Source : réalisé par nos soins en référence des données de l'emprunt SRH.

Les flux ci-dessus indiqués ont été déterminés à partir des tableaux d'amortissement des portefeuilles de prêts au niveau BDL et SRH par rapport aux conditions du portefeuille précédemment énuméré dans le tableau 1 et en prenant en considération la durée de la première et la deuxième tranche de l'emprunt obligataire ¹⁰¹

Nous avons calculé ces flux pour démontrer l'impact de cette opération pour la BDL, la SRH et les investisseurs. En effet, au bout du 36^{ème} mois d'amortissement du portefeuille, la BDL, en octroyant ce portefeuille aux débiteurs à un taux de 7,92%, reçoit un montant de 971 889 701.11 DA de remboursements des débiteurs qu'elle versera à la SRH avec le taux de refinancement de 5.44% soit un montant de 2 074 694 830.82 DA et que la SRH versera à son tour aux investisseurs avec un taux de rendement de 3.72% soit un montant de 1 478 400 000,00 DA.

L'avantage principal du mécanisme de refinancement SRH est de mettre à la disposition de la banque une ressource stable tout au long de son engagement avec ses débiteurs. Cela permet d'en faire un double usage :

- Comblent une éventuelle « impasse de liquidité » ;
- Réemployer les montants non utilisés dans d'autres crédits hypothécaires.

Section 2. Commentaires liés à l'opération

2.1. La structure de l'emprunt

La réalisation de l'emprunt obligataire fait appel à des compétences très diverses (juridiques, statistiques, informatiques, comptables). D'où le caractère multidisciplinaire des équipes chargées de réaliser de telles opérations. L'équipe du cabinet Conseil SRATEGICA et le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ont été désignés pour conduire l'opération d'emprunt obligataire de la SRH à terme et cela par leur expertise en matière d'émission obligataire et leur capacité à assumer ultérieurement le marché du titre.

Il est nécessaire de rappeler le rôle de chacun dans l'opération.

¹⁰¹ Voir les ANNEXES : 7, 8, 9 et 10.

a- Le rôle du Conseiller financier STRATEGICA

- Diagnostic et évaluation de la société émettrice, pour assurer et informer les investisseurs des garanties que le placement du titre procure :
 - Le potentiel de liquidité,
 - La pérennité de la société;
 - La visibilité de la performance future.
- La confection d'une notice d'information et d'un prospectus conforme aux aspirations des autorités de tutelle.
- Conçoit les stratégies visant à développer l'image et assure la médiatisation de la société émettrice et des obligations qu'elle émet,
- Enfin il assume la responsabilité de la coordination de travaux de diverses natures, dont l'achèvement à l'intérieur du délai est essentiel.

b- Le rôle de la banque chef de file

Les banques se regroupent généralement en syndicat d'émission ou syndicat financier. Ce sont des sociétés en participation dirigées par un gérant dit souvent chef de file et dont ses missions sont énumérées ci-après :

- Réunit le syndicat d'émission et la signature d'une convention de syndicat d'émission,
- Assiste le conseiller financier pour la fixation des caractéristiques du titre;
- Assure l'information du marché;
- Assure la logistique avec tous les points de vente;
- Le démarchage des investisseurs et la mise en marché du titre.

c- La mise en marché de l'opération

Le déroulement de l'opération d'emprunt s'effectue de la manière suivante :

- Le recours à l'adjudication à la hollandaise pour l'appel restreint (banques et assurances publiques).
- Les membres du syndicat doivent pouvoir déclarer le volume de souscription de la veille tout en procédant à l'acheminement des montants collectés vers un compte central.

- Le chef de file doit communiquer le niveau des souscriptions de la veille à la société émettrice ;
- Le suivi du niveau du souscription en cas d'engouement pour le titre pour pouvoir procéder à l'arrêt de l'opération avant de dépasser le montant autorisé par la COSOB;
- L'émetteur avec l'assistance de la banque chef de file doit adhérer au préalable à Algérie Clearing.
- A la clôture de l'opération, la banque chef de file transmet le PV de l'opération à Algérie Clearing pour procéder aux règlements/livraison.

La SRH avait obtenu le visa de la COSOB sur sa notice d'information établie par STRATEGICA le 03 juillet 2003.

Cette opération comme toute opération d'emprunt obligataire est inscrite auprès du service d'Algérie Clearing et soumise à son contrôle.

Les obligations SRH ne seront pas cotées en Bourse. Toutefois, elles peuvent être transigées sur le marché de gré à gré entre les intermédiaires habilités.

Le visa de la COSOB de la notice d'information établie par STRATEGICA, a été délivré le 03 juillet 2003.

Cette opération comme toute opération d'emprunt obligataire est inscrite auprès du service d'Algérie Clearing et soumise à son contrôle.

Les obligations SRH ne seront pas cotées en Bourse. Toutefois, elles peuvent être transigées sur le marché secondaire de gré à gré entre les intermédiaires habilités.

2.2. Le taux de rendement réel pour les investisseurs

Le taux de rendement réel pour les investisseurs est de 3,72% pour la première tranche est de 4,16% pour la deuxième tranche de l'emprunt. Une obligation est un ensemble de flux décalés dans le temps. Ces flux ne sont donc pas directement comparables entre eux. Un dinar à une date t_1 n'a pas la même valeur que le même dinar à une date t_2 , ne serait-ce qu'à cause de l'inflation. Il existe la formule du taux actuariel pour déterminer le taux de rendement. Le taux actuariel est le rendement réel de l'obligation à l'échéance, ce qui n'a rien à voir avec le taux d'intérêt nominal.

Les analystes utilisent souvent le taux actuariel par approximation proche de la réalité et facile à calculer¹⁰². En désignant par **TAA**, le taux actuariel approximatif ; par **TN**, le taux nominal de l'obligation, par **PE**, le prix de l'émission et **MN**, le montant nominal et par **T**, la durée de vie de l'obligation (en années), on peut noter :

$$\mathbf{TAA} = \mathbf{TN} - \frac{(\mathbf{PE} - \mathbf{MN}) / \mathbf{MN}}{\mathbf{T}}$$

2.3. La garantie

La garantie retenue pour l'opération implique une couverture du risque de défaillance du débiteur. En effet, les obligations émises par la SRH constituent un engagement direct et inconditionnel de la SRH.

Elles sont appuyées par les conventions de refinancement des portefeuilles du crédit immobilier signées par la SRH et la BDL.

En garanties supplémentaires, la BDL avait affecté en gage au profit de la SRH dans un compte fiduciaire auprès de la Banque d'Algérie, un montant de trois milliards de dinars représenté par des obligations du Trésor. Cette garantie est destinée à couvrir tous les risques du crédit pouvant affectés les obligations émises.

Ces valeurs sont libérées progressivement par tranches minimales de 500 millions de dinars selon le rythme du remboursement des créances hypothécaires au profit de la SRH.

2.3. Les charges relatives à l'opération

L'évaluation du montant global des charges relatives à l'opération s'élève à 51.391.220,00 DA (TTC) et se décompose comme suit :

- La rémunération du chef de file CPA est de 0,3% du montant levé soit 14.508.000.00DA ;

¹⁰² De La Bruslerie H, Gestion obligataire. Tome 1 : Marchés, taux d'intérêt et actifs financiers, Economica, 2002

- Les redevances de la COSOB sont de 0,075% du montant de l'émission mais elles ne doivent en aucun cas dépasser les 5 millions de DA¹⁰³ soit 1.860.000,00 DA ;
- Les frais de gestion sont élevés à 0,15% du montant global souscrit soit 1.450.800,00DA ;
- Les frais de publicité sont de 0,12% du montant global souscrit 400.000,00DA ;
- Les frais d'assistance technique du cabinet STRATEGICA sont de 33.172.480,00DA.

La SRH, au lancement de son emprunt, n'était pas adhéree à Algérie Clearing. Les frais de cette dernière sont rémunérés à 0,07% du montant global souscrit.

2.4. Le produit brut et l'estimation du produit net de l'émission

Le produit brut de l'émission obligataire SRH est de deux milliards cinq cents neuf millions quatre vingt quinze mille dinars (2.509.095.000,00 DA)

Le produit net estimé de l'offre, obtenu en déduisant du produit brut l'ensemble des charges de l'opération est de deux milliards quatre cent cinquante sept millions sept cent trois mille sept cents vingt dinars (2.457.703.720DA).

Ce produit est destiné exclusivement au refinancement des prêts hypothécaires.

2.5. La durée de vie moyenne de l'emprunt

Il s'agit de la somme des durées pondérées par les flux de remboursement divisée par le nominal, c'est l'espérance de vie de l'emprunt pour un investisseur qui conserverait ses titres jusqu'à leur remboursement final.

Cependant, il n'y a pas de fond d'amortissement, ce qui veut dire que la durée moyenne de l'emprunt est égale à la durée de vie de l'emprunt.

2.6. Le régime fiscal

Selon la loi de finances 2003, article 63, la première tranche de l'emprunt obligataire n'est pas exonérée d'impôts.

S'agissant de la deuxième tranche, elle est exonérée d'impôts pour les individus jusqu'au 31/12/2007, cette exonération ne concerne pas la période du 01/01/2008.

¹⁰³ Article 2 de l'arrêté du 02 aout 1998 portant application de l'article 3 du décret exécutif n° 98-170 du 20 mai 1998 relatif aux redevances perçues par la COSOB.

Conclusion

Au terme de notre propos, il est possible de retenir les enseignements suivants :

La titrisation est un concept relativement récent dans le monde. C'est une ingénierie financière qu'a connue le monde de la finance au cours des dernières années. Son apparition et son développement aux Etats-Unis furent appuyés par l'évolution du système de financement du logement aux Etats-Unis et notamment la création des Agences Fédérales, en l'occurrence Fannie Mae, Ginnie Mae et de Freddie Mac qui ont contribué à l'essor de la titrisation aux Etats-Unis.

La titrisation aux Etats-Unis repose sur des cadres juridique et financier bien définis. La notion de « trust » a été introduite dans le cadre juridique de la titrisation pour déterminer les intérêts et obligations de chaque intervenant dans l'opération. Le financement structuré a participé aussi à l'essor de cette technique qui consiste à adosser un titre d'emprunt à un actif financier. Les cadres juridique et financier ont contribué à l'apparition de nouvelles formes de titrisation et en ont étendu la panoplie des instruments : le résultat en fut un succès rapide de cette technique aux Etats-Unis.

L'opération de titrisation se spécifie par la complexité de son montage qui fait appel à un ensemble d'intervenants pour sa réalisation. Son mécanisme indique la complication de cette opération, quant à la gestion des risques qui lui y sont liés d'où le recours à un ensemble d'institutions spécialisées pour diminuer les risques, tels que les rehausseurs de crédit. Cette multitude d'intervenants rend l'opération de titrisation quelque peu onéreuse.

La titrisation est motivée par le profit tant pour le cédant que pour les investisseurs. Ses avantages sont nombreux. Elle est un instrument efficace de gestion de bilan : elle permet de modifier le contenu et l'équilibre du bilan avec la cession d'une partie des créances et de réduire ainsi le besoin en fonds propres. Parallèlement à ces avantages, la titrisation présente des inconvénients. La crise des subprime est l'une des conséquences négatives de la titrisation sur le système financier international. Aujourd'hui, le monde de la finance n'est pas encore remis de cette crise qui continue à produire ses impacts sur l'économie et la société. Pratiquer la titrisation, c'est déjà une manière de prendre plusieurs risques ; mais rajoutons un autre risque qui est le risque des crédits subprime en voulant réaliser plus de profits ; cela a conduit à l'effondrement de tout un marché de l'immobilier et à des pertes considérables des plus grandes banques à l'échelle mondiale.

En Algérie, le développement de la titrisation des créances hypothécaires est subordonné au développement du marché du crédit hypothécaire. Depuis les réformes engagées par l'Etat afin d'alléger la crise du logement, ce dernier est devenu accessible même aux catégories les plus défavorisées. Cela est dû à la participation massive de l'Etat dans le financement du logement. L'Etat est obligé de se désengager du financement de l'habitat et de trouver d'autres alternatives. C'est pourquoi l'Etat a procédé depuis 1997 à un enrichissement important du tissu des institutions financières bancaires à travers la création de plusieurs entités aussi bien privées que publiques dans le domaine du crédit hypothécaire. Cependant, malgré la création de ces nouvelles institutions, les problèmes persistent et notamment en ce qui concerne la fonction de l'octroi du crédit hypothécaire par les banques qui reste très faible ne dépassant pas le seuil de 1% du PIB.

Le désengagement de l'Etat dans le financement de l'habitat est traduit aussi par la mise en œuvre de la loi sur la titrisation des créances hypothécaires. La loi est promulguée dans le but de tracer les cadres juridique et financier de la titrisation des créances hypothécaires en Algérie. Le développement de la titrisation dépend de l'intérêt affiché par les banques à cette nouvelle technique et de leur volonté de s'en soumettre aux conditions. Le rôle de la SRH en tant qu'organisme de titrisation est capital dans l'essor de la titrisation en Algérie.

Notre étude de cas sur l'opération de titrisation « avec recours » réalisée par la SRH sur les créances hypothécaires de la BDL, nous a permis de comprendre qu'il existe des opportunités pour les banques de se refinancer auprès de la SRH, sans recourir à d'autres moyens plus coûteux, comme par exemple le réescompte auprès de la banque centrale ou l'augmentation de leur capital. Aussi, pour répondre aux règles prudentielles et aux exigences en fonds propres, les banques sont contraintes de recourir à la titrisation sans recours. Il faut rajouter qu'une opération sans recours ou avec cession de créances hypothécaires est réalisable à condition de se référer aux dispositions légales prévues en la matière. Il faut souligner que, malgré l'absence d'un cadre juridique sur la titrisation en 2003, la SRH a procédé à la mise en place de la première opération de titrisation en Algérie en transformant les portefeuilles de créances refinancées au profit de la BDL en obligations hypothécaires placées sur le marché financier. Il faut cependant souligner les limites suivantes :

La conjoncture de surliquidité que traversent les banques est source de leur réticence à recourir au refinancement de la SRH. Cette situation doit être résolue par la mise en œuvre des instruments de la politique monétaire (open market, taux d'intérêt, etc)

L'absence d'un marché financier développé et d'un système de notation entrave le développement d'un marché structuré de la titrisation en Algérie

La titrisation nécessite une bonne organisation de la banque. Elle doit disposer de tous les documents relatifs à l'historique des crédits, objet de cession et avoir un bon système de scoring pour analyser l'emprunteur. Aussi, elle doit disposer d'un système d'information fiable pour permettre une meilleure gestion pour comptes. Les banques sont loin de répondre à ces exigences.

Il est probable que dans un contexte différent de l'actuel qui sera caractérisé entre autres facteurs par une situation d'illiquidité des banques, leur bonne organisation, un marché financier dynamique, la titrisation sans recours ou avec cession des créances hypothécaires est réalisable et peut atteindre un niveau de développement assez important.

mercredi 19 septembre 2007

Quand la crise des subprime affecte l'économie américaine

L'effet « boule de neige » : c'est ce qui pourrait résumer en quelques mots la situation actuelle sur les marchés financiers.

La crise des subprime (prêts hypothécaires octroyés à des emprunteurs peu solvables) a débuté en début d'année outre-Atlantique. Le 2 avril 2007, dans l'indifférence la plus générale, le numéro 2 du subprime, New Century Financial, se déclare en faillite. Les marchés financiers et la Réserve fédérale ignorent la crise. En juillet, Ben Bernanke, le président de la Fed, revient sur ses précédentes déclarations en estimant que la crise immobilière a pu être sous-estimée. Plusieurs Hedge Funds commencent alors à dévisser. La crise devient mondiale vers la fin du mois de juillet, quand la banque allemande IKB annonce qu'elle se trouve en difficulté. Le 6 août, c'est au tour d'American Home Mortgage de cesser ses activités. Le même jour en Europe, Natixis perd environ 10% de sa capitalisation boursière. Le 9 Août, la BCE et la Fed interviennent simultanément pour rassurer les marchés. Le lendemain, HomeBanc se déclare en faillite. Comment à-t-on pu en arriver là ?

Pour bien comprendre la crise actuelle, il faut savoir qu'aux Etats-Unis, des prêts immobiliers risqués sont accordés à des ménages qui acceptent de payer une prime pour acheter un bien immobilier dont le prix ne cesse de croître. Mais contrairement à ce qui peut être proposé en Europe, une grande partie des prêts immobiliers sont accordés aux Etats-Unis à taux variables. Du fait de l'augmentation des taux en début d'année, la charge du crédit est devenue complètement insurmontable pour les ménages les moins solvables. Mais ce n'est pas tout : ces prêts étant garantis par le gage du bien immobilier dont le prix commençait à baisser, ces ménages se sont retrouvés dans l'impossibilité de pouvoir réemprunter. Par conséquent, ne pouvant plus payer les échéances de leurs prêts, leurs biens ont été saisis : la crise était née.

Du fait de l'explosion du nombre des saisies immobilières en 2007, le marché de l'immobilier dans certains Etats, comme la Californie, commence à être touché dans sa globalité. Anticipant une baisse des prix, les acheteurs potentiels hésitent à acheter. Du coup, le nombre de ventes de maisons ou d'appartements commence à chuter. Pour le moment, les prix, eux, ne suivent pas cette tendance et semblent se maintenir.

Pourtant, les mauvais chiffres de l'emploi annoncés en août, soulignent que les entreprises américaines ont ressenti un ralentissement brutal de l'économie. Le risque de récession est donc particulièrement élevé pour l'économie américaine.

Les propriétaires voyant leur patrimoine s'effondrer, sont moins enclin à consommer. Une baisse des prix de l'immobilier entraînant une baisse de la consommation, cela pourrait provoquer une récession.

Pour autant, ne tombons pas dans une dramatisation excessive. La plupart des économistes préfèrent parler d'un fort ralentissement de l'économie plutôt que de récession.

La baisse d'un demi-point du taux directeur de la Réserve fédérale américaine, a créé la surprise, hier, à Wall Street. Ce fut la première baisse annoncée en l'espace de 4 ans. Cette nouvelle particulièrement inattendue, a été saluée par les marchés financiers. En frappant fort, la Fed a voulu souligner que les Etats-Unis ne se dirigent pas vers une récession.

jeudi 19 février 2009

Promulgation du plan de relance de l'économie américaine par Barack Obama

Particulièrement attendu, le plan de relance de l'économie américaine a été promulgué, ce mardi, par Barack Obama. L'ensemble des mesures annoncées par le président devraient coûter près de 787 milliards de dollars. Le dispositif présenté se décompose en trois parties : un programme d'allègements fiscaux, un programme de dépenses publiques et des aides sociales.

Pour ce qui est des réductions fiscales, 95% de la population américaine devrait en profiter. Il s'agit des 400 dollars/personne annoncés lors de sa campagne. Mais ce n'est pas tout. Parallèlement à ces mesures destinées à venir en aide aux ménages, Barack Obama a souhaité accorder plus de 20 milliards de réductions d'impôts aux entreprises. Fidèle à ses convictions en matière de protection environnementale, le président américain a également présenté un programme de crédit d'impôt en faveur des énergies renouvelables.

En ce qui concerne le volet des dépenses publiques, le plan de relance prévoit un programme de modernisation des réseaux de transports et autoroutiers, des aides aux secteurs de la santé, de l'éducation et de la recherche.

Enfin d'autres aides sociales seront accordées aux familles les plus démunies et aux chômeurs.

Reste désormais à savoir si ces différentes mesures porteront leurs fruits. Les détracteurs du nouveau président américain affirment que ce plan de relance a été adopté à la hâte et qu'il risque d'avoir des effets limités. D'autres préfèrent vanter l'efficacité de la nouvelle administration et la rapidité de la promulgation du plan. L'avenir nous dira si ces mesures suffiront à redresser l'économie américaine, en proie à l'une des plus grandes crises de son histoire.

dimanche 11 janvier 2009

Un taux de chômage en très forte augmentation

Il s'agit de la pire période de destruction d'emploi aux Etats-Unis depuis la fin de la seconde guerre mondiale : sur l'ensemble de l'année 2008, près de 2,6 millions d'américains auraient perdu leurs emplois (dont 1,9 millions durant les quatre derniers mois de l'année). Désormais, près de 11 millions d'américains se trouveraient au chômage (soit 7,2% de la population active).

En réponse à ces chiffres particulièrement alarmants, Barack Obama a dévoilé certains détails de son plan de relance à l'occasion de son intervention hebdomadaire diffusée sur son internet. Selon ses propres estimations près de 3 à 4 millions d'emplois pourraient être créés. Selon les analyses de ses conseillers économiques près de 500 000 emplois pourraient être créés dans le secteur des énergies propres, 400 000 autres emplois pourraient être créés dans le secteur de la construction d'ouvrages publics et 200 000 emplois dans le secteur de la santé.

Ce plan doit préalablement être accepté par le Congrès. Le vote pourrait avoir lieu avant la fin du mois de février.

Regard sur les Etats-Unis vous propose de (re)voir l'allocution du futur président :

vendredi 9 janvier 2009

[Obama présente un plan de relance ambitieux tourné vers l'efficacité](#)

Le futur président a présenté, ce jeudi, les grandes lignes de son plan de relance de l'économie américaine. Celui-ci s'articule autour de plusieurs mesures phares destinées à faire sortir le pays de la récession au plus vite (les Etats-Unis sont entrés officiellement en récession en décembre 2007).

Première mesure largement commentée : celle de la réduction d'impôt de 1 000 dollars destinée à environ 95% des ménages américains (500 dollars pour les célibataires). Mais cette mesure, aussi symbolique soit-elle est largement insuffisante. Barack Obama souhaite donc également injecter plus de 100 milliards de dollars afin de venir en aide aux entreprises et quelques 150 milliards de dollars destinés aux Etats fédérés.

Selon les premières estimations des économistes, ce plan pourrait coûter la bagatelle de 775 milliards de dollars. Mais le futur président souhaite également bouleverser les habitudes énergétiques de la population américaine en s'engageant à doubler la production d'énergies nouvelles.

Actuellement près de 4,6 millions d'américains seraient au chômage (soit le plus haut niveau depuis 1982)

samedi 20 décembre 2008

[Plan de sauvetage du secteur automobile : Bush débloque 17 milliards de dollars](#)

Alors que les membres de la Chambre des représentants étaient parvenus à un accord de principe autour des modalités du plan de sauvetage du secteur automobile et que ce

projet avait été rejeté par le Sénat, c'est finalement le pouvoir exécutif qui s'est décidé à venir en aide aux constructeurs automobiles américains. Le plan de sauvetage dévoilé par George W. Bush est légèrement plus ambitieux que celui avorté des parlementaires. L'administration Bush a décidé d'accorder à General Motors et à Chrysler une ligne de crédit de 17,4 milliards de dollars. General Motors et Chrysler pourront bénéficier dès aujourd'hui d'une possibilité de crédit allant jusqu'à 13,4 milliards de dollars. Puis General Motors pourra dès le mois de février bénéficier d'une ligne de près de 4 milliards de dollars supplémentaires.

Ces 17 milliards de dollars proviennent du plan Paulson consacré à l'aide du secteur bancaire. Mais le gouvernement américain a assorti l'octroi de ces aides au respect de certaines conditions : limitation de la rémunération des dirigeants, réduction de leur endettement et alignement de la rémunération de leurs salariés sur celle de leurs concurrents étrangers présent sur le marché américain.

Pour autant, chacun s'accorde à dire que ces sommes pourraient être insuffisantes pour redresser les deux constructeurs automobiles américains. Reste à savoir s'ils parviendront à redevenir compétitifs dans les plus brefs délais...

mercredi 17 décembre 2008

[La FED abaisse son principal taux directeur à 0%](#)

Face à une série d'indicateurs économiques dans le rouge (suppressions d'emploi massives, production industrielle en baisse, diminution des investissements dans les entreprises...), la Réserve fédérale américaine a décidé de créer la surprise en abaissant son principal taux directeur à 0/0,25%. Il s'agit d'un plus bas historique depuis 1954. Si cette mesure est relativement spectaculaire, elle ne constitue qu'une solution à court terme. La FED prévoit donc la possibilité de procéder à l'acquisition de bons du Trésor afin d'agir sur la courbe des taux d'intérêt à long terme.

Cette baisse du taux directeur constitue la dixième baisse consécutive depuis l'éclatement de la crise des subprimes.

vendredi 3 octobre 2008

[Le plan de sauvetage du système financier adopté par la Chambre des représentants](#)

Le plan Paulson II, destiné au sauvetage du système financier américain vient d'être adopté à une large majorité (263 voix contre 171) par les membres de la Chambre des représentants. Suite à de nombreux amendements proposés par le Sénat, ce plan aura finalement été adopté. Reste à savoir quelles seront les retombées économiques de ce programme estimé à 700 milliards de dollars. Ce plan devrait être promulgué dans la soirée par George W. Bush.

Visiblement soulagé par l'adoption du plan Paulson, le Président Bush a tenu à rassurer les Américains en expliquant que les actifs devraient reprendre de la valeur dans

quelques années : « ainsi la plupart de l'argent des contribuables sera remboursé » a-t-il ajouté.

jeudi 2 octobre 2008

[Le Sénat adopte la nouvelle version du plan Paulson](#)

La version amendée du plan Paulson a été adoptée hier soir par les sénateurs, en présence des deux candidats à l'élection présidentielle américaine. Saluée par le Président américain George W. Bush, cette adoption du texte par le Sénat devra être confirmée par les membres de la Chambre des représentants, qui s'y étaient opposés avant la prise en compte de ces dernières modifications.

Deux nouvelles mesures phares de ce plan ont permis aux sénateurs d'aboutir à un compromis. La première est celle du rehaussement du seuil de garantie des dépôts bancaires de 100 000 à 250 000 dollars. Cette mesure est ainsi destinée à rassurer la population américaine sur la protection de leur épargne.

Seconde mesure particulièrement attendue, celle d'un nouveau crédit d'impôt pour les entreprises et les classes moyennes.

Ces deux mesures ont permis aux sénateurs d'adopter le Plan Paulson II. Il ne reste plus qu'à attendre le nouveau vote des députés de la Chambre des représentants. Celui-ci devrait avoir lieu ce vendredi. Il ne reste désormais plus qu'à savoir si ces amendements seront suffisants pour dissiper l'essentiel des réserves des contribuables et des électeurs et à motiver les membres de la Chambre des représentants.

mardi 30 septembre 2008

[Les raisons du rejet du plan Paulson : quand la politique prend le pas sur l'économie](#)

Alors que les marchés financiers ont très mal accueilli le rejet du plan Paulson par les membres de la Chambre des représentants, l'heure est à la concertation chez les parlementaires. Mais depuis l'annonce « surprise » du rejet du plan de sauvetage du système financier américain, la question qui demeure sur toutes les lèvres est celle des raisons de ce rejet.

Première constatation, les démocrates ont voté en faveur du plan Paulson, contrairement aux républicains qui l'ont massivement rejeté. Si l'on se réfère aux déclarations des responsables républicains, Nancy Pelosi serait au centre de toutes les critiques. Accusée d'avoir prononcé un discours beaucoup trop partisan, la Speaker de la Chambre des représentants est entrain de subir les foudres de ses adversaires républicains.

Alors que les deux camps étaient parvenus à un accord, un « simple discours » aurait tout compromis ? La véritable raison du rejet n'est certainement pas celle invoquée officiellement par les responsables républicains.

Une autre raison officieuse, beaucoup plus rationnelle, est à l'origine de ce rejet. En réalité, les membres républicains de la Chambre des représentants ont cédé à la panique. Mais il ne s'agit pas ici de la peur de voir le système financier vaciller, il s'agit tout simplement d'une panique de nature politique. Il faut en effet rappeler que la tranche la plus conservatrice du parti républicain était particulièrement hostile à l'adoption de ce plan de sauvetage. Or, il convient de rappeler que les membres de la Chambre des représentants sont élus pour une durée de deux ans, au suffrage universel direct. Le prochain renouvellement total de la Chambre aura lieu au même moment que l'élection présidentielle américaine, c'est-à-dire le 4 novembre prochain.

Dès lors on comprend bien les raisons évidentes du rejet du plan Paulson. Effrayés à l'idée de ne pas se voir réélire dans quelques jours, les membres de la Chambre des représentants ont tout simplement privilégié la sécurité de leur réélection, au détriment de l'interventionnisme étatique. Inondés de mails et d'appels de la part de leurs électeurs, les députés n'ont pas souhaité prendre davantage de risques.

Les deux candidats à l'élection présidentielle américaine appellent désormais le Congrès à reprendre ses discussions afin de revoter un nouveau texte amendé. Pourtant, en dépit des efforts de John McCain et de Barack Obama rien n'est désormais sûr à quelques jours du renouvellement de la Chambre des représentants. Une situation que l'on ne peut s'empêcher de déplorer alors que les marchés financiers sont en pleine tourmente.

lundi 29 septembre 2008

[Rejet du plan de sauvetage du système financier par les parlementaires](#)

Avec 228 voix contre et 205 voix en faveur du plan de sauvetage du système financier, celui-ci vient d'être rejeté par la Chambre des représentants. Près des 2/3 des députés républicains se seraient opposés à l'adoption de ce plan alors que la plupart des parlementaires démocrates auraient souhaité son adoption.

Contre toute attente, les parlementaires américains n'auront pas adopté ce plan de sauvetage de leur système financier. Il s'agissait de la plus grosse proposition d'intervention étatique américaine depuis la crise financière de 1929.

