

Asie–Pacifique : implications de la titrisation pour la liquidité et les risques de crédit¹

La titrisation de prêts à la consommation et d'hypothèques, qui permet surtout de transformer la liquidité, a induit un essor du financement structuré en Asie–Pacifique. Encore peu titrisée, la dette des entreprises de cette région présente cependant un potentiel largement inexploité pour améliorer la répartition des risques de crédit.

JEL : G150, G180, G210 et O160.

Depuis quelques années, la titrisation des actifs locaux connaît une expansion notable sur les marchés financiers de la région Asie–Pacifique². Cette restructuration porte davantage sur les prêts hypothécaires aux ménages et les crédits à la consommation que sur la dette des entreprises. Dans les pays touchés par la crise de 1997, les nouvelles lois et réglementations autorisant la titrisation ont parfois été liées à la nécessité de faire face à l'abondance des prêts improductifs résultant de la crise. Quelques transactions sur la dette des entreprises ont été réalisées à cet effet mais, pendant la période de redressement, ce sont les ménages qui ont été les principaux emprunteurs. C'est pourquoi la titrisation dans cette région a essentiellement concerné l'endettement des ménages.

La titrisation présente généralement deux grands avantages : elle permet, à partir de créances non liquides et de qualité médiocre, de créer des instruments relativement liquides et de haute qualité. En Asie–Pacifique, elle a surtout porté sur les prêts hypothécaires aux ménages et les crédits à la consommation et a eu plutôt tendance, en termes relatifs, à renforcer la liquidité qu'à redistribuer le risque de crédit.

Notre étude expose tout d'abord les techniques de base de la titrisation et poursuit par un bref aperçu de son expansion et de sa composition en

¹ Les auteurs tiennent à remercier Amit Agarawal, Claudio Borio, Kalpesh Gada, Mark Gaw, Rachel Hardee, Frank Lu, Frank Packer, Wit Solberg et Philip Wooldridge pour leurs analyses et commentaires pertinents ainsi qu'Emir Emiray pour sa précieuse assistance technique. Les points de vue exprimés dans cette étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² Pour les besoins de l'analyse, la titrisation des titres locaux est définie comme la création de titres en monnaie locale garantis par des lots de prêts émis dans le pays. Dans la plupart des cas, ces émissions ciblent principalement les investisseurs du pays d'origine des contrats.

Asie-Pacifique. Elle examine ensuite les implications que comporte la titrisation des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation pour la liquidité et les risques de crédit, puis elle replace ces aspects dans le contexte de la dette des entreprises. Elle énonce enfin quelques conclusions.

Techniques de titrisation

La titrisation consiste à regrouper des actifs semblables dans une entité juridique distincte ou structure *ad hoc* (SAH) et à rediriger les flux de trésorerie de ce lot d'actifs vers les nouveaux titres émis par la SAH. Celle-ci sert à préserver les actifs sous-jacents du risque de défaut du cédant, de sorte qu'elle se trouve « à l'abri de la faillite » et que le transfert d'actifs constitue une « véritable cession »³. Ainsi, dans le cas de titres adossés à des hypothèques (TAH), même si l'émetteur des créances sous-jacentes fait défaut sur sa propre dette, ses créanciers n'auront aucun recours sur les actifs de la SAH. Les titres émis par cette dernière se différencient généralement à plusieurs égards du lot sous-jacent, en termes surtout de liquidité et de risque de crédit. Ils pourront ainsi être bien plus liquides que les actifs originaux ou comporter un risque de crédit moindre, voire conjuguer ces deux avantages.

La titrisation transforme les actifs...

Certaines opérations de titrisation visent essentiellement à transformer des créances non liquides en « titres adossés à des actifs » (TAA) liquides, plus facilement négociables. Elles portent alors le plus souvent sur des emprunts des ménages, tels que crédits immobiliers, encours de cartes de crédit ou prêts automobiles. Ces créances sont par nature de faible montant et fortement hétérogènes, mais la diversification offerte par le lot rend les pertes de crédit plus prévisibles. L'investisseur n'a pas besoin de comprendre les risques inhérents aux différents prêts du lot, seulement les critères de choix des prêts et leur performance moyenne sur la base de leurs résultats historiques. Outre cette économie d'informations nécessaires, le regroupement en instruments de montant plus élevé accroît la liquidité des TAA ainsi constitués. Dans le cas de « titres adossés à des crédits immobiliers aux particuliers » (RMBS – *residential mortgage-backed security*), un tiers peut procéder à des rehaussements de crédit pour en améliorer la qualité, mais, en général, les TAA sur la dette des ménages ciblent davantage la liquidité qu'une transformation du risque de crédit.

...en termes de liquidité...

D'autres opérations ont essentiellement pour objet d'améliorer des actifs de qualité inférieure ou moyenne par le biais d'une structure de subordination, dont certaines tranches ont pour but d'absorber les pertes en cas de défaut. En outre, la structure spécifique des tranches peut être adaptée aux exigences des investisseurs pour différents niveaux de risque de crédit. On obtient ainsi des « titres garantis par des créances » (TGC). Cette technique s'applique notamment aux obligations d'entreprise qui s'échangent déjà sur un marché secondaire. Une fois titrisés, les « titres garantis par des obligations » (CBO – *collateralised bond obligation*) peuvent fort bien être moins liquides que les

...ou de risque de crédit

³ Voir Gorton et Souleles (2005) pour une analyse de l'utilisation des SAH en vue de réduire les coûts de faillite.

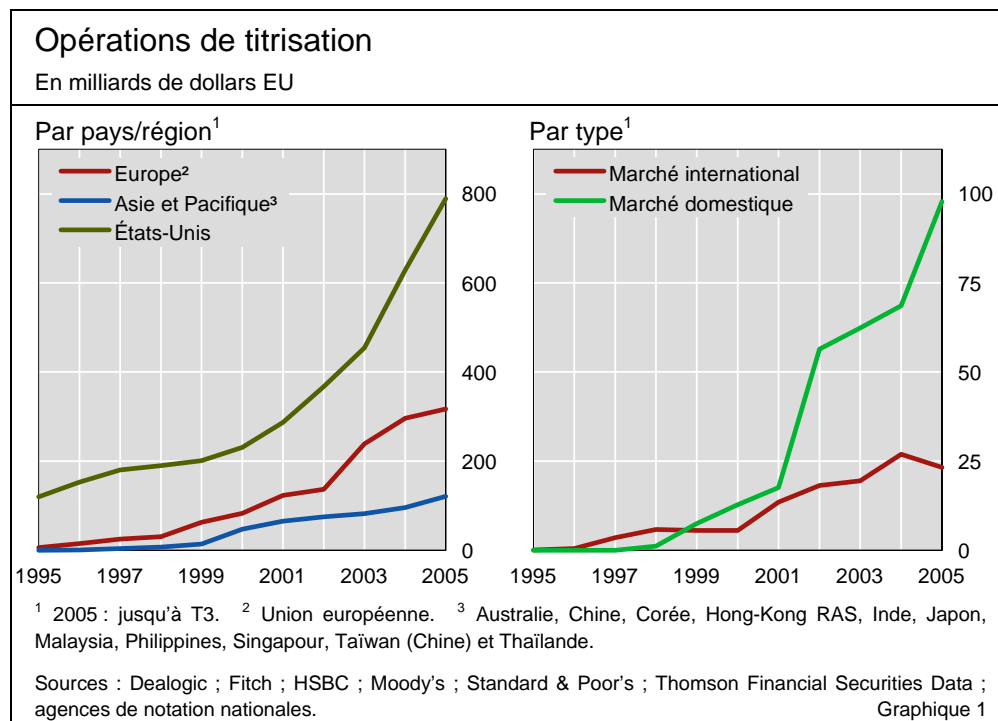
actifs du lot. La garantie peut également s'appuyer sur des prêts bancaires aux entreprises, généralement très peu liquides. L'« obligation garantie par des prêts » (CLO – *collateralised loan obligation*) qui en résulte est censée être plus liquide que les actifs sous-jacents. Néanmoins, les tranches supérieures (senior) des CLO et CBO sont de meilleure qualité que celles du lot. Autrement dit, les TGC sont donc davantage destinés à transformer le risque de crédit qu'à renforcer la liquidité.

Expansion de la titrisation en Asie–Pacifique

Forte expansion sur les marchés asiatiques

Depuis quelques années, la titrisation connaît un développement notable dans le monde. Même si la région Asie–Pacifique n'émet pas autant de TAA que l'Europe ou les États-Unis, elle contribue sensiblement à l'expansion mondiale (graphique 1, cadre de gauche). Au départ, les actifs asiatiques étaient essentiellement titrisés pour être vendus à l'étranger. Mais, depuis 1999, la titrisation s'est recentrée sur les marchés locaux, dans le but de céder les actifs dans leur pays d'origine (graphique 1, cadre de droite).

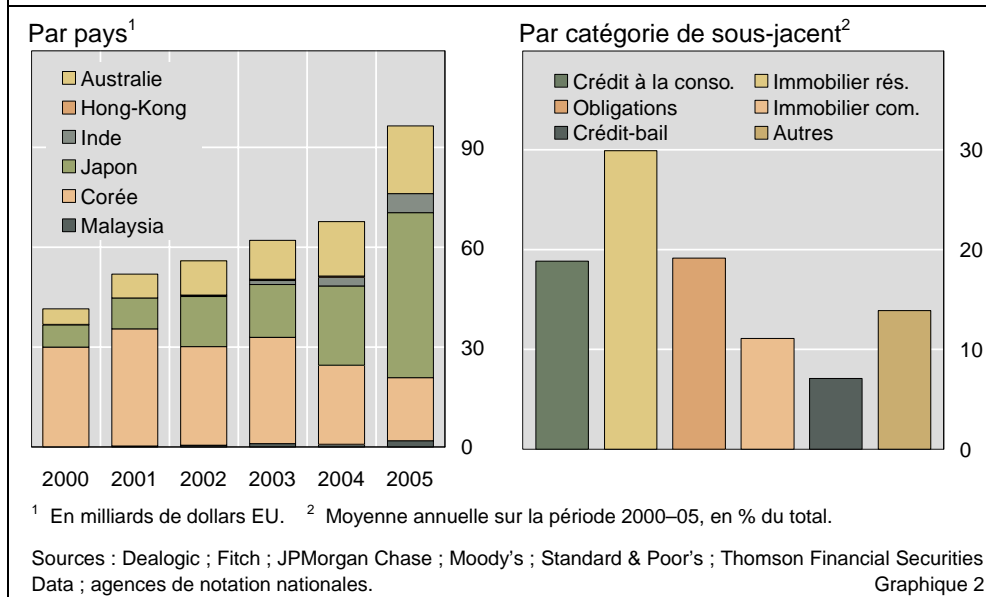
Dans la région, les TAA proviennent essentiellement du Japon, d'Australie et de Corée, qui représentent environ les deux tiers de l'ensemble des émissions (graphiques 2 et 3, cadres de gauche)⁴. Hong-Kong, la Malaysia, les Philippines, Singapour, Taïwan (Chine)⁵ et la Thaïlande émettent, eux aussi, un flux régulier d'actifs à titriser. En revanche, le phénomène est encore très récent en Chine et en Indonésie.



⁴ Ensemble des titres locaux et internationaux. Les émissions internationales se définissent comme la transformation d'actifs locaux en titres libellés en monnaies étrangères, généralement destinés aux investisseurs étrangers.

⁵ Ci-après Taïwan.

Asie et Pacifique : titrisation sur le marché domestique



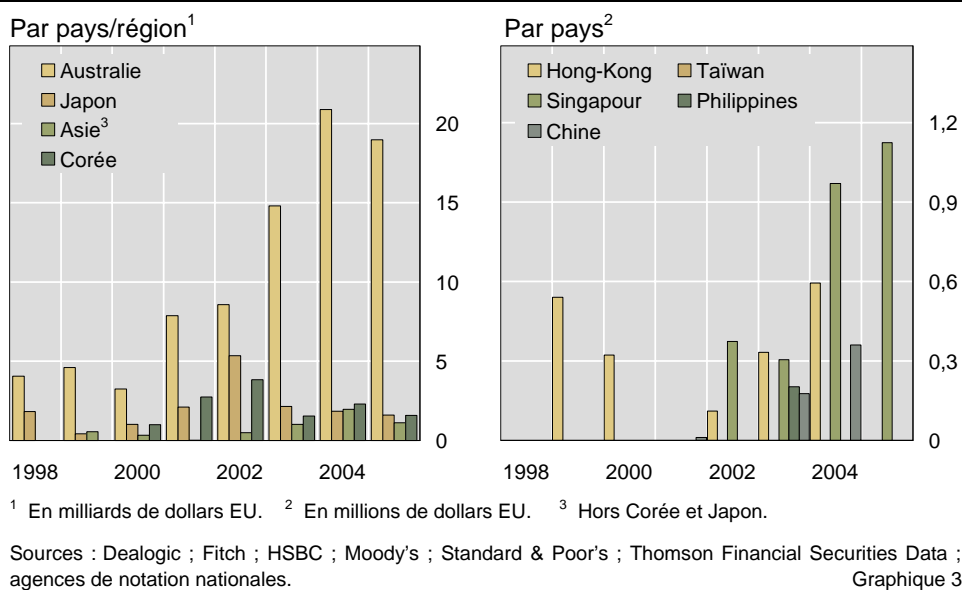
La crise de 1997 a fortement stimulé l'expansion de la titrisation d'actifs locaux en Asie-Pacifique. Cette titrisation exigeait de nouvelles lois et réglementations autorisant la création des SAH appropriées⁶. Les autorités voyaient dans cette technique un moyen de se débarrasser des prêts improductifs qui ont proliféré à la suite de la crise. Contrairement aux pays touchés par cette crise, l'Australie, Hong-Kong, le Japon et la Nouvelle-Zélande étaient déjà dotés des cadres réglementaire et juridique nécessaires. La Corée, la Malaysia, les Philippines et la Thaïlande avaient amendé leurs dispositifs au lendemain de la crise (Deacon, 2004) et d'autres l'ont fait plus tard, notamment Taïwan en 2001 et l'Inde en 2002. Comme d'autres économies asiatiques, la Chine a édicté, fin 2005, des réglementations pour permettre aux sociétés de titrisation de reprendre les actifs improductifs des banques et établissements financiers publics (Zhang, 2005 ; voir encadré).

Étant donné la façon dont certains marchés sont apparus, il n'est pas surprenant que la progression de la titrisation se soit faite de manière quelque peu différente en Asie par rapport aux États-Unis et à l'Europe. Dans ces deux derniers cas, elle a d'abord porté sur les prêts immobiliers aux ménages et le crédit à la consommation, tandis que, sur certains marchés d'Asie, ces prêts et les encours de cartes de crédit n'ont donné lieu que plus tard à des TAA. À l'évidence, l'expansion des marchés sous-jacents des prêts immobiliers et autres accordés aux particuliers a entraîné à la longue une prépondérance des TAA fondés sur ce type d'endettement (graphique 2, cadre de droite). Néanmoins, il semble qu'au départ ce soit la titrisation des prêts improductifs qui a favorisé le développement d'importants marchés pour les TGC, les titres adossés à des hypothèques sur immobilier commercial (TAHC) et les contrats de crédit-bail.

Après la crise asiatique, les prêts improductifs ont été les premiers à être titrisés

⁶ Si, dans les pays de *common law*, une nouvelle législation n'est pas obligatoire à cet effet, des réglementations spécifiques sont souvent nécessaires.

Asie et Pacifique : titrisation sur le marché international



Titrisation des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation

L'expansion concerne surtout les TAH...

...et les crédits à la consommation

L'essor des TAH et de la titrisation des crédits à la consommation en Asie-Pacifique a été différent selon les marchés et les périodes. Les TAH occupent une place prépondérante en Australie ainsi qu'à Hong-Kong, au Japon, en Corée et en Malaysia, qui se sont dotés d'une législation et d'agences paragouvernementales pour en favoriser le développement⁷. En Australie, les TAHR occupent actuellement une place prépondérante puisqu'ils représentent 70 % de la titrisation⁸. En ce qui concerne le crédit à la consommation, la titrisation des encours de cartes de crédit a dominé le marché en Corée jusqu'à fin 2003 et, plus récemment, en Thaïlande, tandis que des lots encore plus importants de créances de cette nature ont caractérisé l'émergence du marché indien des TAA. Dans ce pays, le développement rapide de la titrisation s'est appuyé sur ce type de crédits, ce qui témoigne d'une bonne connaissance des actifs sous-jacents de la part des investisseurs et de l'échéance relativement brève des émissions⁹. Jusqu'ici, l'émission de TAH en Inde s'est heurtée à plusieurs obstacles : longueur relative des échéances, liquidité insuffisante du marché secondaire, désintérêt et méconnaissance des investisseurs à l'égard du risque de remboursement anticipé.

⁷ Plus généralement, les titres liés à l'immobilier et aux hypothèques sont en expansion dans toute la région. C'est également le cas des grands fonds de placement immobilier et des opérations sur TAHC à Hong-Kong et Singapour.

⁸ Voir RBA (2004) ainsi que Battelino et Chambers (2006) pour une analyse des facteurs de l'expansion des TAHR en Australie.

⁹ Voir ICRA (2005) ainsi que Sharma et Sinha (2006). Les prêts à la consommation concernés sont les crédits automobiles, les prêts étudiants, les encours de cartes de crédit et les prêts personnels non garantis.

Titrisation en Chine : des premiers pas prometteurs^①

Guonan Ma

Après une décennie de débats, d'expérimentations et de demi-mesures, la titrisation a véritablement fait ses débuts en Chine l'an passé, augurant une forte expansion. En 2005, le gouvernement chinois a accéléré la mise en place du cadre réglementaire de la titrisation et les émissions domestiques de TAA, parties pratiquement de zéro, ont dépassé \$2 milliards (CNY 17 milliards). Le rythme du développement dépendra maintenant de l'interaction de divers facteurs propres aux marchés financiers chinois.

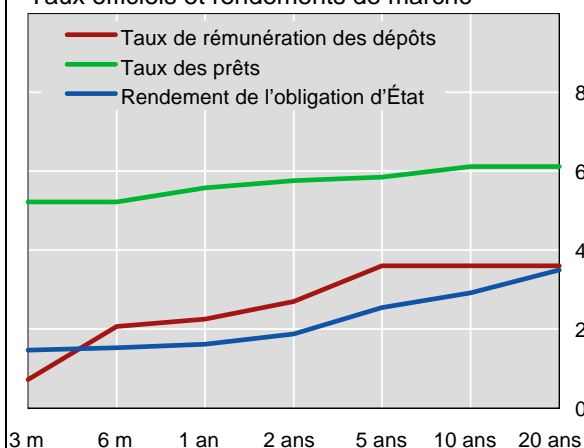
Entre la moitié des années 1990 et le début des années 2000, les opérations de TAA en rapport avec la Chine ont été rares, la plupart étant soit transfrontières, soit extraterritoriales. C'est seulement en 2003-04 que deux importantes opérations domestiques de titrisation de prêts douteux ont établi la première SAH résidente protégée de la faillite des emprunteurs et le premier placement en Chine avec vente parfaite sans garantie de l'arrangeur.

Depuis début 2005, la volonté des autorités et les mécanismes de marché ont favorisé le développement des TAA domestiques. Premièrement, les autorités ont amélioré le cadre réglementaire des marchés de la dette, très cloisonné, en coordonnant l'action des dix régulateurs et agences gouvernementales qui en exercent la tutelle. La mesure la plus importante a été le décret administratif d'avril 2005, publié sous la signature conjointe de la Banque populaire de Chine et de la Commission de la réglementation bancaire, autorisant des programmes-pilotes de titrisation de créances des institutions financières. Comblant un vide juridique, ce décret définit un cadre relativement complet du processus de titrisation. Deuxièmement, les rendements des obligations sur le marché secondaire ont été généralement inférieurs aux taux officiels de prêt et de dépôt en 2005 (graphique, cadre de gauche), ce qui a incité davantage d'emprunteurs non financiers à solliciter directement le marché des titres de dette, parfois via la titrisation.

En conséquence, le volume de TAA émis en quelques mois en 2005 a dépassé celui des dix années précédentes. À elles seules, deux émissions-pilotes de banques, une sur créances hypothécaires et l'autre sur prêts, ont levé près de \$1 milliard. Ces titres sont désormais négociés sur le marché interbancaire chinois. Deux autres opérations, montées par des arrangeurs non bancaires, mais assorties d'une garantie bancaire comme rehaussement de crédit, ont collecté plus de \$1 milliard ; pour ces opérations, le montage a été réalisé en dehors du cadre défini par le décret mentionné ci-dessus et les titres ont été échangés sur les deux places boursières du pays.

Chine : taux d'intérêt et structure de bilan des banques

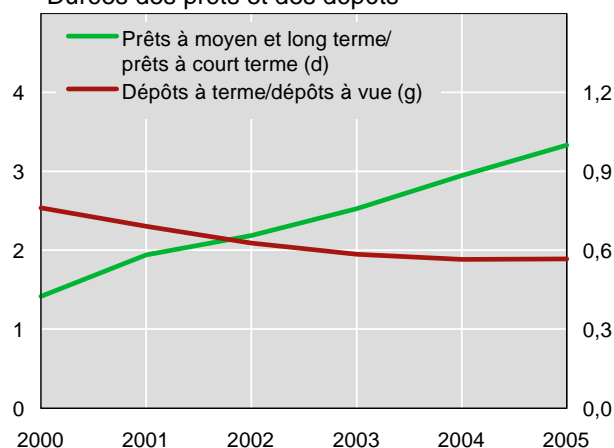
Taux officiels et rendements de marché



En abscisse : durée en mois ou en années.

Sources : Banque populaire de Chine ; Bloomberg.

Durées des prêts et des dépôts



^① Cet encadré reprend Zhang (2005).

Si ces derniers montages soulèvent quelques questions, ils n'en constituent pas moins, fondamentalement, des opérations de titrisation et pourraient servir de modèle, ce qui ouvre des perspectives de croissance pour le marché chinois des TAA. Ils pourraient aussi contribuer à l'émergence du cadre juridique plus cohérent dont la titrisation a besoin.

L'avenir du marché chinois des TAA dépend, en partie, de l'interaction de plusieurs facteurs. Le premier est la déréglementation concurrentielle des autorités de tutelle. Elle peut être saine, mais elle risque aussi d'empêcher l'établissement d'un cadre réglementaire unifié pour l'ensemble des marchés chinois de la dette. Un second est la capacité des emprunteurs non financiers à lever des fonds via différents instruments. Actuellement, les entreprises se financent essentiellement en empruntant aux banques ; au fur et à mesure que les mieux notées s'adresseront directement aux marchés de la dette, les banques commerciales vont souhaiter monter davantage de titres structurés. Troisièmement, toutes les banques chinoises ne sont pas incitées de la même façon à s'engager dans des opérations de titrisation. Si les quatre gros établissements, qui bénéficient de liquidités abondantes et d'injections d'argent frais, sont tous disposés à investir en TAA, les banques de statut public et certains établissements secondaires, qui pourraient présenter des contraintes de fonds propres et des asymétries d'échéances (graphique, cadre de droite), seraient candidats à la titrisation de leurs créances. Quatrièmement, une évolution de la réglementation pourrait élargir la base des investisseurs. Jusqu'à très récemment, les fonds communs de placement et les entreprises d'assurances n'étaient pas autorisés à investir en TAA, de sorte que les investisseurs étaient presque exclusivement les banques commerciales et les sociétés non financières. Cinquièmement, même s'il est prévu que les crédits immobiliers se développent dans les années à venir, des incertitudes juridiques sur l'éviction et la saisie pourraient freiner le développement des TAH.

Plusieurs éléments laissent à penser que la titrisation des prêts hypothécaires et crédits à la consommation en Asie-Pacifique a eu davantage tendance à renforcer la liquidité qu'à transformer le risque de crédit. Tout d'abord, la titrisation des hypothèques frappe par sa grande diversification : en Corée et Malaysia, par exemple, des opérations ont été réalisées à partir de lots dépassant respectivement 100 000 et 60 000 prêts (tableau 1). Ensuite, les obligations émises sur les crédits à la consommation ne comportent généralement pas de véritable subordination, c'est-à-dire qu'elles ne sont

Asie : structures de titrisation			
	Corée ¹	Malaysia ²	Hong-Kong ³
Total	KRW 500 milliards	MYR 1,55 milliard	HKD 2 milliards
Nombre de prêts titrisés	103 819	61 743 ⁴	2 316
Montant moyen des prêts	KRW 4,8 millions	MYR 25 361	HKD 480 072
Tranches supérieures (%)	95,8	100	100
Émetteur	Korean Housing Finance Corporation	Cagamas MBS Berhad	The Hong Kong Mortgage Corporation Limited
Garantie d'État	Oui	Oui	Oui
Actifs sous-jacents	Prêts hypothécaires (immobilier résidentiel)	Prêts au logement (fonctionnaires)	Prêts hypothécaires (immobilier résidentiel)
Agences de notation	Domestiques	Domestiques	Internationales

¹ MBS 2000-2 Trust. ² Cagamas MBS 2004-1. ³ Bauhinia MBS Limited Series 2004-2. ⁴ Au 31 mai 2005.

Sources: émetteurs. Tableau 1

presque jamais divisées en tranches assorties de profils de risque de crédit différents. Enfin, bien que les autorités s'efforcent de promouvoir les marchés des TAH par des rehaussements de crédit, bien souvent les agences chargées de ce rôle ne sont censées détenir en fonds propres que 2 à 3 % du montant de la garantie, de sorte que la qualité de crédit des titres structurés est plutôt limitée.

Titrisation de la dette des entreprises

La titrisation constitue un autre moyen de remédier à une insuffisance fondamentale du marché des obligations d'entreprise en Asie : l'écart entre la qualité recherchée par les investisseurs obligataires et celle qu'offrent les emprunteurs potentiels. C'est pourquoi les autorités asiatiques tentent depuis quelque temps d'y remédier en encourageant le rehaussement de crédit, mais l'expérience n'est pas totalement concluante.

Écart de qualité

Les problèmes du rehaussement de crédit en Asie

En Asie, des structures locales et régionales proposent diverses formes de rehaussement de crédit, afin de concurrencer les assureurs étrangers spécialisés dans la garantie des crédits asiatiques. En 1995, conjointement avec d'autres établissements, la Banque asiatique de développement (BAsD) avait institué la première agence de garantie multilatérale dans la région, l'ASIA – Asian Securitisation and Infrastructure Assurance. Or, en 1997, la crise financière lui a fait subir de lourdes pertes sur ses expositions en Indonésie et en Corée, puis, en janvier 1998, une rétrogradation en dessous de la qualité investissement a conduit à sa fermeture (Oh et Park, 2003).

Le rehaussement de crédit en Asie

En Corée, également, le compartiment du rehaussement de crédit a été malmené. Avant 1997, une garantie était obligatoire pour les émetteurs coréens d'obligations. Cependant, la crise de 1997 a entraîné la faillite de deux grands fournisseurs de garantie, la Korea Guarantee Insurance Company et la Hankook Fidelity and Surety Company. Depuis, le marché s'oriente progressivement vers une structure dans laquelle les obligations garanties ne dominent plus les émissions, tandis que les pouvoirs publics renforcent la surveillance prudentielle et que les investisseurs privés se montrent plus actifs dans le domaine du risque de crédit.

Des produits structurés pour combler l'écart de qualité

Les autorités de la région commencent à considérer la titrisation de la dette des entreprises comme une autre possibilité de faire correspondre la demande des investisseurs pour des titres de qualité et l'offre de papier de rang inférieur de la plupart des emprunteurs. Il est possible, en effet, de structurer les opérations garanties pour des titres d'entreprise de moindre qualité en proposant essentiellement des tranches notées AAA. Il est certain que ces instruments ne sont opérants que si des investisseurs sont prêts à acquérir les tranches subordonnées, y compris la tranche inférieure (*equity*) qui absorbe les premières pertes. En Asie, généralement, ces tranches bénéficient d'une aide

officielle ou bien sont détenues par la banque de soutien ou une compagnie d'assurances étrangère¹⁰.

Titrisation de prêts
aux PME

Une transaction-pilote lancée récemment par une agence paragouvernementale de Singapour, SME CreditAssist, en constitue une illustration intéressante. Cette opération visait expressément à améliorer les possibilités de financement des petites et moyennes entreprises (PME). Si les PME récentes et de taille modeste ont toujours du mal à accéder aux marchés obligataires, les banques, de leur côté, jugent souvent trop risqué de leur consentir des crédits. Cette initiative innove donc, en ce sens que de nouveaux prêts sont accordés selon divers critères prédéterminés, dans l'optique d'une éventuelle titrisation. Plus de 400 de ces prêts aux PME, représentant au total SGD 102 millions, ont été regroupés et, en avril 2006, un ensemble d'effets structurés à taux variable adossés à ce lot a été noté par les agences internationales et vendu sur le marché. Cette structure correspondait pour plus de 80 % à une dette de qualité investissement. Comme la tranche inférieure était constituée d'effets subordonnés¹¹ détenus pour partie par les autorités de Singapour, l'opération a bénéficié d'un soutien officiel. Il reste à savoir, cependant, si ces titrisations de prêts aux PME seront viables en l'absence d'un tel soutien.

Degré de transformation du risque de crédit

La titrisation
transfère le risque
de crédit

Il ressort des discussions avec les agences de notation et les acteurs du marché qu'une transformation plus poussée du risque de crédit, par surnantissement, subordination de tranches et rehaussement de crédit, pourrait s'avérer nécessaire dans de nombreux cas en Asie. En raison d'un manque de sûretés pour la dette d'entreprise, les TGC asiatiques doivent souvent être adossés à des fonds de créances de moins bonne qualité et moins diversifiés qu'aux États-Unis et en Europe¹². Autre facteur à prendre en compte dans certains pays asiatiques, particulièrement pour la titrisation des prêts improductifs : l'incertitude y est plus grande en cas de défaut. La qualité médiocre du sous-jacent nécessite donc fréquemment un degré de transformation plus important du risque de crédit.

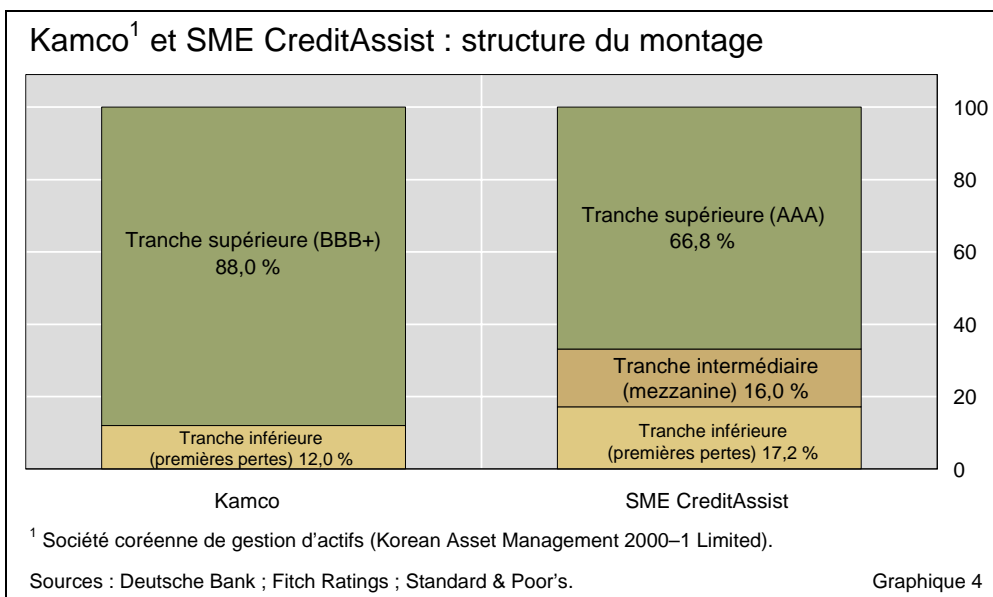
Titrisation des prêts
aux PME et des
prêts improductifs

On peut se faire une idée de l'ampleur de la transformation du risque de crédit dans la titrisation de la dette des entreprises en Asie en examinant la structure de subordination de chaque opération. Dans le cadre de SME

¹⁰ Cette structure correspond à une situation dans laquelle tous les émetteurs sont confrontés à un problème d'aléa moral. En l'occurrence, ils auront tendance à détenir une partie ou la totalité du risque de premières pertes (tranche inférieure) ou à payer des rehaussements de crédit pour surmonter l'obstacle de l'aléa moral. Voir DeMarzo et Duffie (1999).

¹¹ Composition de cette structure : 67 % d'effets notés AAA, 7 % de AA, 6 % de A et 3 % de BBB, plus une tranche inférieure représentant 17 % d'effets subordonnés. Le prix de ces effets s'échelonnait de 50 (AAA) à 190 (BBB) points de base au-dessus du taux de swap vendeur à Singapour. Ces informations sont tirées de conversations avec DBS Bank of Singapore ainsi que de Lu et Redimerio (2006) et Chang et Hardee (2006).

¹² Selon Amato et Remolona (2003), la difficulté de la diversification du risque de crédit peut aussi influencer notablement sur la tarification et la structuration de ce risque sur les marchés à maturité.



CreditAssist, la tranche inférieure représentait 17 %, ce qui indique une diversification plutôt modeste des actifs sous-jacents par rapport aux TAHR (graphique 4). Dans le cas de la titrisation de prêts improductifs par Kamco, numéro un coréen de la gestion d'actifs, elle allait d'environ 10 % à près de 30 % (Fung *et al.*, 2004). Malgré une participation significative de la Korea Development Bank, établissement parapublic, Kamco détient la totalité ou la majeure partie de la tranche inférieure dans la plupart des transactions, ce qui fait peser un risque résiduel élevé pour cette tranche absorbant les premières pertes (Schmidt, 2004).

Conclusions

Le recours accru à la titrisation constitue un plus pour les marchés financiers d'Asie du fait de la création de titres entièrement nouveaux répondant aux attentes des investisseurs. Comme nous l'avons vu, en particulier, les actifs s'en trouvent renforcés de deux manières. Cette pratique, en effet, permet de transformer en instruments liquides des actifs qui autrement ne le sont pas, comme les prêts hypothécaires et les crédits à la consommation. Elle gomme, en outre, le décalage entre des actifs disponibles présentant un risque de crédit élevé et les préférences des investisseurs pour des produits moins risqués. À mesure que les marchés des TAA gagneront en maturité et deviendront, par conséquent, plus actifs et transparents, ils devraient favoriser la cohérence des prix des instruments de dette en liant la tarification de portefeuilles diversifiés à celle des crédits sous-jacents. La titrisation peut également faciliter le partage et le transfert des risques entre les cédants des prêts tels que les banques.

Dans le même temps, la généralisation de cette technique dans la région comporte des implications pour les pouvoirs publics. On peut notamment s'interroger sur les conséquences à long terme du rôle joué par les garanties officielles directes ou indirectes dans le développement des marchés des TAH

Un plus pour les marchés

Implications pour les pouvoirs publics

Confiance excessive dans les notations

Remédier à l'insuffisance des données

locaux. L'existence de telles garanties peut fausser la concurrence et aboutir à des concentrations indésirables du risque pour les agences publiques de crédit immobilier. Un problème du même ordre concerne l'utilisation d'évaluations effectuées par des agences de notation locales sur les marchés des produits structurés, susceptible de masquer le besoin ressenti d'une amélioration des normes comptables et des règles de communication financière. Sur certaines places, on se heurte également à un manque de données historiques satisfaisantes pour les produits financiers destinés aux particuliers. Si plusieurs pays ont réussi à constituer des archives ou à compléter leurs registres dans ce domaine, les données relatives au non-remboursement ou au paiement anticipé des prêts hypothécaires restent encore assez succinctes. Enfin, avec l'introduction d'instruments plus complexes dans la région, les institutions chargées de la surveillance et de la réglementation prudentielle des marchés devront faire face à des contraintes de plus en plus nombreuses.

Bibliographie

- Amato, J. D. et E. Remolona (2003) : « L'énigme de la prime de risque », *Rapport trimestriel BRI*, décembre.
- Banque de Réserve d'Australie (2004) : « Asset securitisation in Australia », *in Financial Stability Review*, pp. 48–56, septembre.
- Battelino, R. et M. Chambers (2006) : « An overview of the Australian corporate bond market », *in BIS Papers*, n° 26, « Developing corporate bond markets in Asia », pp. 45–55, février.
- Chang, C. et R. Hardee (2006) : « SME CreditAssist (Singapore) Ltd – Series 1 », Fitch Ratings, Structured Finance.
- Deacon, J. (2004) : *Global securitisation and CDOs*, Wiley.
- DeMarzo, P. et D. Duffie (1999) : « A liquidity-based model of security design », *Econometrica*, 67, pp. 65–99.
- Fung, B., J. George, S. Hohl et G. Ma (2004) : « Public asset management companies in East Asia – a comparative study », *FSI Occasional Paper*, n° 3.
- Gorton, G. et N. Souleles (2005) : « Special purpose vehicles and securitization », *NBER Working Papers*, n° 11190.
- ICRA (2005) : « Update on Indian structured finance market – robust volume growth during FY 2005 », *ICRA Rating Feature*.
- Lu, F. et A. Redimerio (2006) : « Presale: SME CreditAssist (Singapore) Ltd », Standard & Poor's.
- Oh, G. et J. Park (2003) : « Developing the Asian bond markets using securitization and credit guarantees », *Korean Institute of Finance Working Paper*, n° 2003–2004.
- Schmidt, F. (2004) : « Asia's credit markets – from high-yield to high-grade », Wiley.

Sharma, V. K. et C. Sinha (2006) : « The corporate debt market in India », *in BIS Papers*, n° 26, « Developing corporate bond markets in Asia », pp. 80–87, février.

Zhang, Z. (2005) : « From banks to capital markets: sowing the seeds of securitisation in China », HSBC Global Research, novembre.