

Le marché belge des crédits hypothécaires dans une perspective européenne

Marie-Denise Zachary

Introduction

Les crédits liés à la construction, l'acquisition et la rénovation d'un bien immobilier constituent le principal engagement financier des ménages et représentent une part importante des crédits octroyés par les banques. À ce titre, ils sont d'une importance cruciale pour l'Euro-système et ont des implications sur les canaux de transmission par lesquels la politique monétaire affecte les conditions de financement et, par ce biais, l'activité et les prix. Ils peuvent aussi être à la source d'importantes turbulences financières: aux États-Unis, bien entendu, mais aussi dans certains pays européens, le portefeuille de crédits hypothécaires détenus par les banques a subi de forts contrecoups à la suite de l'effondrement des prix immobiliers.

Cet article a pour objet de passer en revue les évolutions structurelles majeures du marché du crédit hypothécaire en Belgique au cours des dernières années, en les comparant à celles des pays de la zone euro. On se basera, pour ce faire, sur les principaux résultats du dernier rapport structurel de l'Eurosystème (*Structural issues report – SIR*) intitulé «*Housing finance in the euro area*», auquel ont participé les banques centrales nationales de la zone euro et qui a été publié en mars 2009.

La première partie décrira l'évolution de l'octroi de crédits hypothécaires au cours des dix dernières années, ainsi que leurs caractéristiques. La situation en Belgique sera comparée avec celle des autres pays de la zone euro: seront, entre autres, abordées l'évolution de l'endettement des ménages et les caractéristiques principales des crédits

hypothécaires (taux d'intérêt, maturité, flexibilité des contrats et marges des banques).

La deuxième partie cernerá l'évolution du marché du crédit hypothécaire du point de vue des prêteurs, en s'attachant à décrire les changements intervenus dans les modes de financement des banques au cours des dernières années. Cette analyse mettra en évidence les effets de la déréglementation et de l'introduction des produits structurés, ainsi que les implications que ces facteurs ont eues sur l'offre de crédit.

L'analyse s'attachera à décrire et à expliquer dans la mesure du possible les changements d'ordre structurel qui se sont manifestés dans le champ du marché du crédit hypothécaire en Europe en général et en Belgique en particulier. L'accent sera dès lors mis sur les évolutions au cours des années 1999 à 2007, et pas sur les différences de niveaux. Cette période correspond à celle sur laquelle porte le rapport SIR rédigé au cours de l'année 2008. On ne peut cependant faire abstraction de la période la plus récente et des conséquences que la crise financière, toujours en cours, a eues, également dans ce domaine. Dans la mesure où ces effets se sont déjà manifestés, ils seront esquissés en fin d'article, avec toutes les précautions qui s'imposent.

Les données proviennent de plusieurs sources. Les chiffres relatifs à la Belgique proviennent des statistiques des comptes financiers et de l'Union professionnelle du crédit qui diffuse des informations sur les volumes de crédit hypothécaire en les ventilant notamment par type de taux. Les données du schéma A (états comptables

mensuels) des établissements de crédit, ont également été consultées, concernant les volumes de titrisation.

Pour la comparaison avec la zone euro, les données proviennent essentiellement du rapport SIR mentionné ci-avant. Les informations qui y figurent ont été collectées grâce à la collaboration entre les banques centrales nationales et la BCE. En outre, certaines données sont tirées des réponses fournies à un questionnaire spécifique adressé aux banques commerciales, portant sur les caractéristiques des crédits hypothécaires octroyés durant l'année 2007 et sur la façon dont ils ont été financés.

Les chiffres relatifs aux produits structurés (titrisation et obligations collatéralisées) ont été tirés du rapport SIR, ainsi que d'un rapport de l'Eurosystème paru en 2008, « *Covered bonds in the EU financial system* ».

Enfin, les résultats des enquêtes qualitatives réalisées au sein de l'Eurosystème et portant sur les évolutions de l'offre, de la demande et des conditions de crédit (*Bank lending survey*), ont aussi été consultées pour étayer l'analyse.

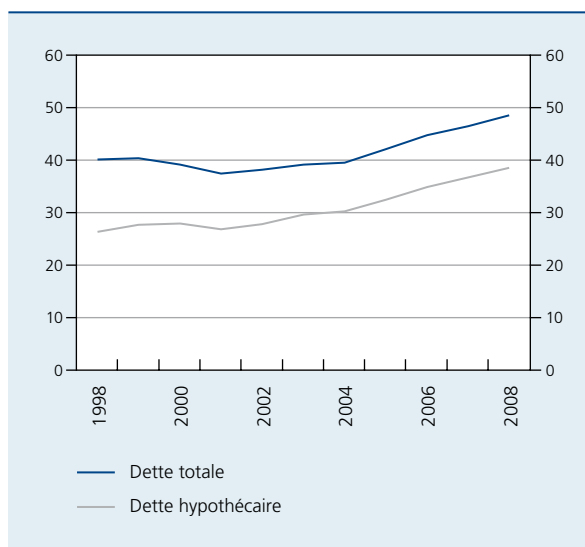
1. Évolution et caractéristiques de l'octroi de crédits hypothécaires

1.1 Évolution de l'endettement des ménages au cours des dix dernières années : comparaison entre la Belgique et l'ensemble de la zone euro

Au cours des dix dernières années, l'endettement des ménages belges a progressé par rapport au PIB. Deux phases peuvent être distinguées au cours de cette décennie. De 1998 à 2001, l'évolution de l'endettement montre une certaine stabilisation, voire une légère diminution, tandis que de 2001 à 2008, la dette totale des ménages a connu un profil ascendant sans discontinuer. Ainsi, alors que la dette totale représentait quelque 38 p.c. du PIB à la fin de 2001, elle a atteint fin 2008 le chiffre de 48,6 p.c. du PIB.

Les crédits hypothécaires représentent une large proportion de la dette des ménages. À la fin de 2008, ils comptaient en effet pour près de 80 p.c. de l'encours des crédits aux ménages, contre 65,7 p.c. à la fin de 1998. Par comparaison au PIB, leur évolution au cours de la décennie 1998 à 2008 a suivi un profil similaire à la dette totale : une période de stabilité relative entre 1998 et 2001, suivie d'une augmentation constante entre 2001 et 2008. À la fin de la période, les crédits hypothécaires accordés aux ménages belges se chiffraient à 133

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES BELGES AU COURS DES DIX DERNIÈRES ANNÉES (pourcentages du PIB)



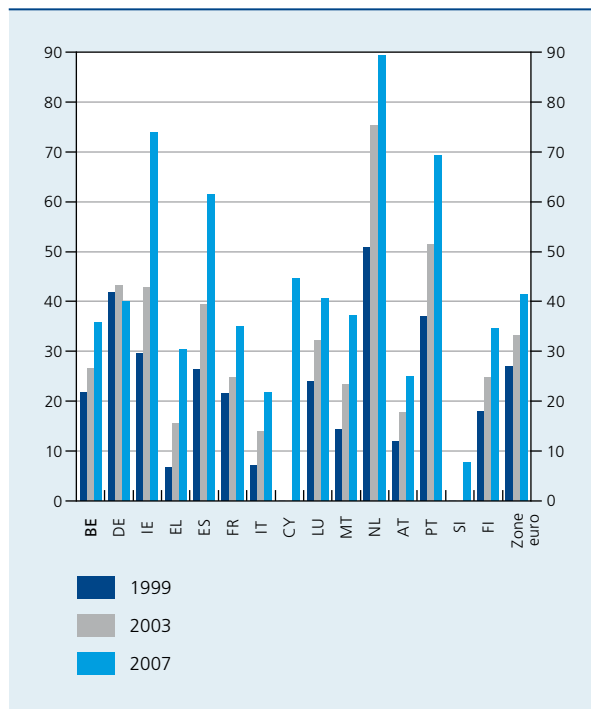
Source : BNB (Comptes financiers).

milliards d'euros, soit l'équivalent de 38,6 p.c. du PIB, contre 26,4 p.c. en 1998.

L'encours de l'endettement hypothécaire belge est d'une ampleur comparable à celle constatée dans la zone euro. Dans la plupart des pays, l'endettement des ménages, relatif à la construction, l'acquisition et la rénovation d'un logement, a augmenté, en pourcentage du PIB, au cours des dernières années. L'encours des crédits hypothécaires octroyés par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro atteignait 42 p.c. du PIB à la fin de 2007, contre 27 p.c. à la fin de 1999. Mis à part en Allemagne, les ménages des différents États membres de la zone euro ont vu s'accroître leur dette hypothécaire entre les deux années de référence. Le niveau est cependant très hétérogène selon les pays.

L'endettement contracté par les ménages, en vue de l'acquisition, de la construction et de la rénovation d'un bien d'habitation, a progressé particulièrement rapidement dans certains pays de la zone euro entre 2003 et 2007 : il s'agit principalement de l'Espagne et de l'Irlande, et dans une moindre mesure du Portugal et des Pays-Bas. Au cours de ces années, en Espagne, la croissance était basée sur le dynamisme du marché immobilier, ce qui est allé de pair avec une flambée des prix de l'immobilier et une augmentation de la demande de crédits hypothécaires. L'Irlande a, quant à elle, connu pendant plusieurs années l'une des plus fortes croissances de la zone euro, celle-ci soutenant à son tour les salaires et les prix de l'immobilier,

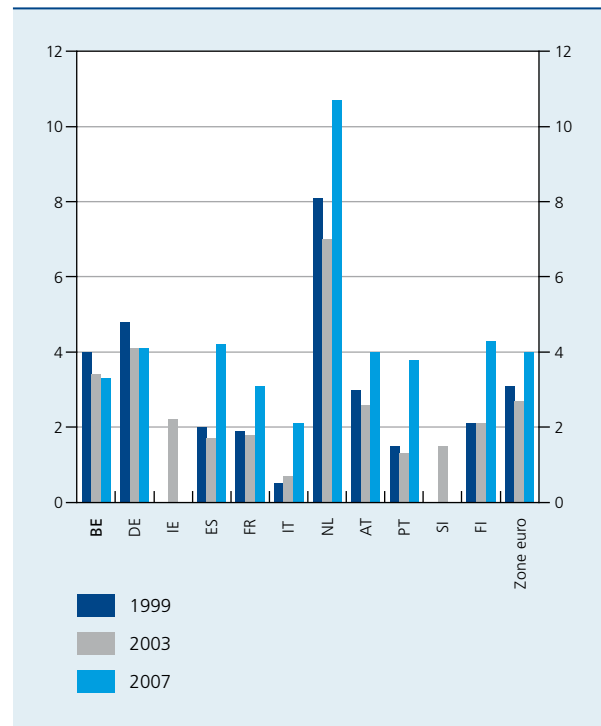
GRAPHIQUE 2 ENDETTEMENT IMMOBILIER DES MÉNAGES DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Les données reflètent les encours des crédits octroyés par des IFM pour la construction, l'acquisition et la rénovation d'un bien immobilier, y compris les crédits titrisés.

GRAPHIQUE 3 CHARGES D'INTÉRÊTS DES MÉNAGES ⁽¹⁾
(pourcentages du revenu disponible brut)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Aucune donnée n'est disponible pour Chypre, la Grèce, le Luxembourg et Malte. Seules les données de 2003 sont disponibles pour l'Irlande et la Slovaquie.

ce qui a orienté à la hausse la demande de crédits hypothécaires.

Parallèlement et malgré la hausse du niveau d'endettement, le faible niveau des taux d'intérêt a permis de contenir la croissance des charges d'intérêts pour les ménages. Celles-ci, exprimées en pourcentage du revenu disponible, ont, en moyenne dans la zone euro, diminué dans un premier temps entre 1999 et 2003, avant d'augmenter entre 2005 et 2007, bien que dans une moindre mesure que l'accroissement constaté pour l'endettement. En Belgique, les charges d'intérêts ont diminué sur l'ensemble de la période. Tandis qu'elles étaient supérieures à la moyenne de la zone euro en 1999, elles s'affichaient inférieures à cette moyenne en 2007.

Les charges d'intérêts ont particulièrement augmenté en Espagne, au Portugal, en Finlande et aux Pays-Bas; dans ce dernier pays, leur niveau est notamment dû à la forte proportion de ménages contractant un crédit immobilier.

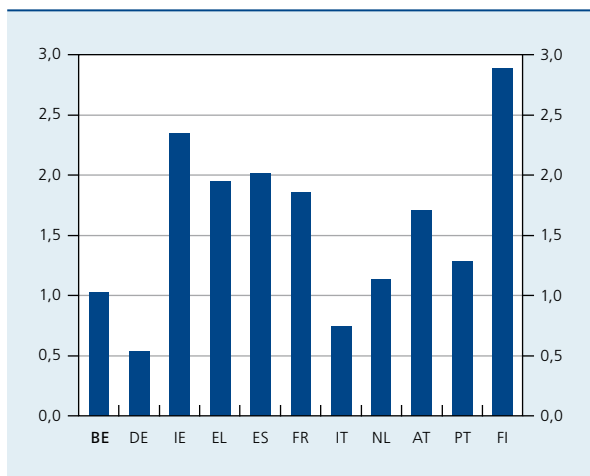
Plusieurs facteurs communs expliquent le fort accroissement des crédits hypothécaires dans les pays de la zone euro. Parmi ces facteurs, on peut citer le bas niveau des

taux d'intérêt au cours de la période considérée, la croissance de la population, la croissance des revenus disponibles, l'augmentation des prix de l'immobilier, ainsi que les effets de la déréglementation et de la libéralisation des services financiers, qui ont permis l'élargissement à la fois des pourvoyeurs de crédit et de la gamme des produits offerts.

Premièrement, l'augmentation notable du revenu disponible, entre 1999 et 2007, dans tous les pays de la zone euro, a accru les possibilités d'endettement des ménages. L'accroissement moyen s'est chiffré entre 0,54 et 2,89 p.c. par an selon les États membres.

Deuxièmement, d'une manière générale, des taux d'intérêt faibles ont prévalu au cours de la période étudiée, ainsi qu'en témoignent l'évolution de l'Euribor à trois mois, souvent pris comme référence pour les taux à court terme, et de l'obligation souveraine à dix ans, prise comme référence pour les taux à long terme. Notons que les taux d'intérêt des crédits immobiliers sont influencés par les taux de référence avec un décalage dans le temps plus court s'ils sont variables que s'ils sont fixes.

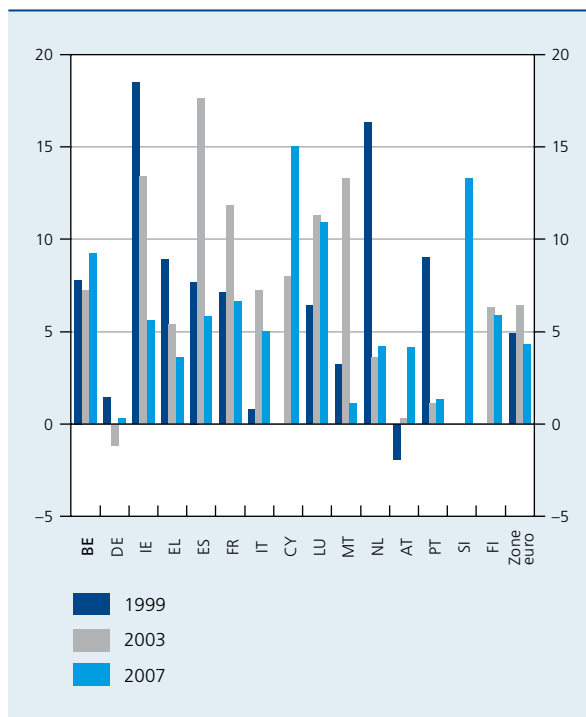
GRAPHIQUE 4 TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN DU REVENU DISPONIBLE PAR HABITANT ENTRE 1999 ET 2007 DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Aucune donnée n'est disponible pour Chypre, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie.

GRAPHIQUE 6 TAUX DE CROISSANCE DES PRIX DE L'IMMOBILIER EN 1999, 2003 ET 2007 ⁽¹⁾



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Dans le cas du Luxembourg, la dernière donnée est celle de l'année 2006.

Troisièmement, l'augmentation du prix des habitations constitue un autre facteur ayant contribué à augmenter la dette immobilière des ménages. Dans la zone euro prise dans son ensemble, le prix des habitations a augmenté de 6,1 p.c. en moyenne durant la période considérée. Le prix de l'immobilier et les crédits qui y sont liés sont généralement corrélés. Au cours de ces dernières années, la croissance de ces deux facteurs a été particulièrement importante en Irlande et en Espagne,

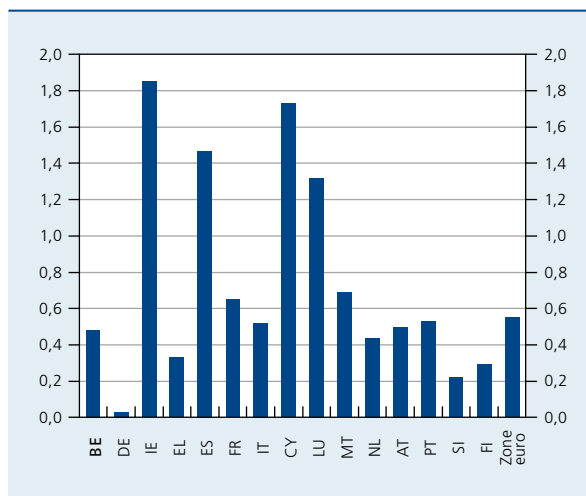
bien qu'il soit malaisé de déterminer le sens de la causalité. Il semble plutôt plausible de supposer un renforcement mutuel des deux éléments. Le prix des maisons

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DES TAUX À COURT ET À LONG TERME ENTRE 1994 ET 2009



Source : BCE.

GRAPHIQUE 7 TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN DE LA POPULATION ENTRE 1999 ET 2007 ⁽¹⁾



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Pour la Grèce, le taux de croissance moyen se réfère à la période 2001-2007.

est, quant à lui, la résultante de divers facteurs, dont le revenu des ménages et les taux d'intérêt.

Dans certains pays, des facteurs démographiques peuvent également avoir contribué à augmenter la demande de crédits immobiliers, soit de manière directe, en multipliant le nombre de contrats conclus, soit de manière indirecte, en stimulant le marché de la location. Dans la zone euro, la population s'est accrue de 0,5 p.c. environ entre 1999 et 2007, mais des taux de croissance annuels supérieurs à 1 p.c. ont été enregistrés en Irlande, en Espagne, à Chypre et au Luxembourg, reflétant partiellement des flux migratoires nets positifs. En Espagne et en Irlande spécifiquement, les facteurs démographiques semblent avoir contribué à la forte augmentation des crédits hypothécaires au cours des dernières années.

1.2 Caractéristiques principales des crédits hypothécaires

Après avoir passé en revue l'évolution de l'endettement des ménages, contracté en vue de l'acquisition, de la construction et de la rénovation d'un bien immobilier, et les facteurs qui le sous-tendent, la présente section s'attache à décrire et à analyser plusieurs caractéristiques des crédits hypothécaires, particulièrement celles qui sont importantes du point de vue de la politique monétaire. Il s'agit du taux d'intérêt (fixe ou variable), du rapport entre le montant du crédit et la valeur du bien (c'est à dire le *loan-to-value ratio* ou LTV), de la maturité de l'emprunt, des types de remboursement, ainsi que des marges des banques sur les crédits hypothécaires. Les caractéristiques décrites se réfèrent en règle générale à des crédits octroyés dans le cadre d'un premier achat immobilier par un ménage souhaitant habiter son bien.

A. TAUX D'INTÉRÊT

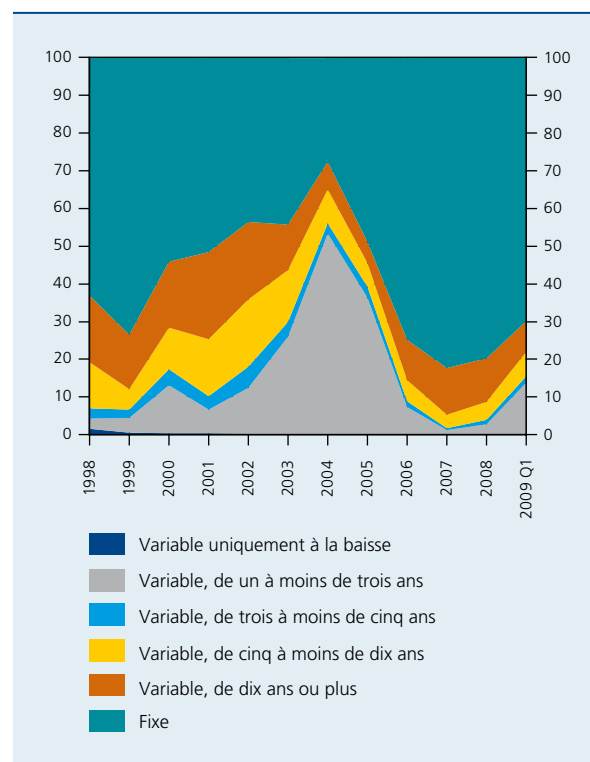
En Belgique, on observe en moyenne une prédominance des taux fixes parmi les crédits hypothécaires octroyés tout au long de la décennie passée, soit entre 1998 et 2009. L'année 2004 a toutefois été une exception dans la mesure où les crédits à taux variable sont devenus largement majoritaires en raison du bas niveau des taux d'intérêt à court terme à cette époque. La part de contrats avec un taux fixe varie donc selon le niveau des taux d'intérêt, mais comparativement à la zone euro, la part des contrats assortis d'un taux fixe ou d'une période de fixité initiale élevée est grande.

En 2008, les contrats à taux fixe représentaient 80 p.c. des crédits octroyés au cours de cette même année et ceux à taux variable assortis d'une période de fixité

initiale égale ou supérieure à dix ans représentaient 11,5 p.c. Le reste était constitué d'emprunts à taux variable pour une période de fixité initiale de moins de dix ans. Les contrats à taux fixe ou semi-fixe représentaient donc plus de 90 p.c. des crédits octroyés au cours de l'année dernière.

En ce qui concerne les emprunts à taux variable, la loi belge relative aux crédits hypothécaires énonce des balises strictes en vue de protéger le consommateur. Ainsi la variabilité ne peut être inférieure à un an et la variation du taux doit être liée à un index de référence officiel (les certificats de trésorerie et les obligations d'une maturité de un à dix ans). Il s'ensuit que la forte volatilité du taux interbancaire qui a suivi les turbulences de la crise financière n'a pas affecté, en Belgique, les taux sur les crédits hypothécaires. De même, toujours en ce qui concerne les emprunts à taux variables, des limites supérieure et inférieure doivent être établies, à l'identique vers le haut et vers le bas. Pour cette raison, les banques offrent des produits dont le risque pour l'emprunteur est limité à une déviation de 3 points de pourcentage par rapport au taux d'intérêt initial.

GRAPHIQUE 8 RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX, EN BELGIQUE ⁽¹⁾
(données annuelles, pourcentages du montant total)



Source : UPC.

(1) Pour les taux variables, le terme mentionné correspond à la période de fixité initiale du taux.

Au niveau de la zone euro, une minorité de pays connaît une situation similaire à celle de la Belgique (prédominance des taux fixes ou semi-fixes) : il s'agit de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas. Ces pays totalisent cependant environ 65 p.c. de l'ensemble des crédits alloués en zone euro. Dans les autres États membres, les crédits hypothécaires comportent le plus souvent un taux d'intérêt variable à très court terme : la période de fixité initiale est généralement d'un an ou moins et les taux sont ajustables sur une base mensuelle, trimestrielle, semi-annuelle ou annuelle. De manière prédominante, l'Euribor de maturité correspondante est utilisé pour ajuster ce taux d'intérêt. Dans les pays où des crédits libellés en monnaie étrangère jouent un rôle important (Chypre, Autriche, Slovaquie), le Libor sert aussi de référence pour l'ajustement des taux d'intérêt variables.

Comme en Belgique, la part des crédits à taux variable parmi les nouveaux prêts octroyés varie dans le temps en fonction du niveau respectif des taux fixes (ou semi-fixes) et variables, mais ces évolutions ne remettent pas fondamentalement en cause la catégorisation opérée ci-dessus,

à l'exception toutefois de l'Italie et de la Grèce où la part des contrats à taux variable a fortement diminué entre 2005 et 2007. D'une manière générale, la part des crédits à taux variable a prédominé au cours de l'année 2005, ce qui reflète probablement le bas niveau des taux d'intérêt de court terme à cette époque. Par la suite, la tendance s'est inversée dans plusieurs pays, reflétant les attentes en termes d'augmentation des taux d'intérêt sur le marché monétaire, qui se sont effectivement accrus durant la seconde moitié de 2005.

Les différences substantielles observées entre les États membres en ce qui concerne la part des emprunts à taux variable, qui allait de 10 à 99 p.c. en 2007, peuvent en partie être attribuées aux évolutions de l'offre et de la demande, à des facteurs culturels et historiques (tels que l'histoire de l'inflation dans les différents États), ainsi qu'à des caractéristiques institutionnelles.

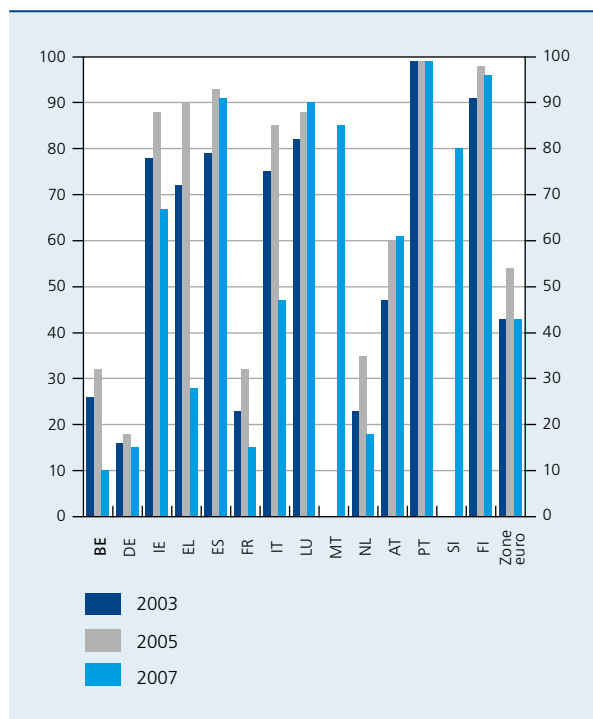
Parmi les facteurs relevant de la demande, les aspects à prendre en compte ont trait aux habitudes culturelles, à l'aversion au risque et à l'horizon de planification des consommateurs. Ainsi, une longue période de stabilité macroéconomique, notamment une faible inflation, peut être propice à une planification de plus long terme et permet d'expliquer pourquoi des taux fixes ou semi-fixes ont été et continuent à être dominants dans des pays tels que la Belgique, l'Allemagne et les Pays-Bas.

Sur le versant de l'offre, les pratiques de financement des banques peuvent jouer un rôle. Les informations récoltées auprès des banques dans le cadre du SIR donnent à penser que c'est le cas au Luxembourg, en Slovaquie et en Finlande. Dans ces pays, les crédits à taux variable prédominent, au même titre que le financement au moyen d'instruments de court terme. Inversement, les banques allemandes émettent des obligations collatéralisées à long terme, qui sont en ligne avec les préférences des ménages pour une fixation plus longue du taux d'intérêt.

Cependant, les réponses à d'autres points du questionnaire indiquent que dans la majorité des pays, les caractéristiques du portefeuille de crédits hypothécaires des banques ne sont pas déterminées par les conditions d'accès à un financement de plus long terme. Dans la plupart des cas, la relation causale semble jouer dans l'autre sens, étant donné que la majorité des banques affirment que la maturité des crédits hypothécaires détermine la maturité des instruments de financement.

Le degré de développement du marché financier peut également avoir joué un rôle par le passé, puisque, dans certains pays, le manque de taux de référence approprié dans le segment des obligations de long terme peut avoir

GRAPHIQUE 9 PART DES EMPRUNTS À TAUX VARIABLE PARMI LES CRÉDITS OCTROYÉS DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du total)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Dans le cadre du rapport SIR, ont été considérés comme crédits à taux variable ceux dont la variabilité du taux d'intérêt était inférieure ou égale à un an. Si la période de fixation initiale était supérieure à un an, les crédits hypothécaires étaient considérés comme étant à taux fixe.

géné l'offre bancaire de crédits hypothécaires assortis d'une fixation du taux d'intérêt plus longue.

Dans le cas de l'Italie, la préférence des ménages pour les emprunts à taux variable est en partie due au fait que les banques italiennes prélevaient des marges élevées sur les emprunts à taux fixe, en comparaison des autres banques de la zone euro. Cette situation a restreint les passages d'un segment du marché à l'autre.

On trouve en Espagne un exemple clair d'influence de facteurs institutionnels sur les préférences pour des emprunts à taux variable: jusqu'à un changement de législation intervenu en 2008, les crédits comportant un taux d'intérêt qui n'était pas fixé pour toute la maturité du prêt étaient considérés comme des emprunts à taux variable et étaient dès lors sujets à des frais limités en cas de remboursement anticipé. Ces frais ne couvraient pas, selon les banques, le risque d'investissement. En conséquence, les taux sur les emprunts assortis d'une période initiale de fixation de cinq ou dix ans tendaient à être élevés, ce qui les rendaient moins attractifs pour les emprunteurs.

Il se peut que, dans certains pays, l'entrée en vigueur de Bâle II ait augmenté la préférence des banques pour les prêts à taux variable dans la mesure où, avec de tels prêts, le risque de taux est transféré vers les ménages, ce qui diminue les exigences requises en capitaux propres.

Malgré les différences observées en ce qui concerne les taux d'intérêt, plusieurs tendances communes relatives à d'autres caractéristiques des crédits hypothécaires peuvent être identifiées dans les pays de la zone euro. Ainsi, au cours de la dernière décennie, le ratio *loan-to-value* a augmenté, la maturité des emprunts a été accrue et davantage de flexibilité a été introduite dans le remboursement des crédits.

B. MATURITÉ ET LTV

En Belgique, la maturité d'un crédit hypothécaire est généralement de vingt ans. Il n'existe pas de statistiques détaillées sur la structure par maturité des crédits, mais selon certaines sources, la maturité moyenne a augmenté, entre 2003 et 2007, de dix-huit à vingt et un ans. La maturité maximale offerte avant le début de la crise financière était passée à quarante ans.

Dans la zone euro, la maturité standard octroyée en 2007 variait d'un pays à l'autre, s'étalant de vingt à trente ans. La maturité maximale se situait généralement entre trente et quarante ans, mais des produits de plus longue durée avaient vu le jour (jusqu'à cinquante ans en Espagne, en

France et au Portugal, et jusqu'à soixante ans en Finlande), bien qu'ils n'aient conquis qu'une faible part de marché.

Depuis l'introduction de l'union économique et monétaire, la maturité moyenne a augmenté dans les pays de la zone euro, de même que la maturité maximale proposée par les banques. Ce constat reflète partiellement l'augmentation des prix de l'immobilier, qui a forcé les ménages désirant entrer sur le marché de l'immobilier à contracter des emprunts de montant plus élevé, lesquels ne leur étaient offerts qu'assortis de maturités plus longues. Par ailleurs, l'accroissement de l'espérance de vie et l'augmentation concomitante de l'âge de la retraite ont également joué un rôle dans l'allongement des maturités des emprunts hypothécaires. Du point de vue des banques, le lancement sur le marché de produits de plus longue maturité est à mettre en relation avec l'accroissement de la concurrence, l'apparition de conditions plus favorables de financement à long terme et le développement de nouveaux instruments de financement assortis de maturité plus longues (*covered bonds*, titrisation), quoique le sens de la causalité soit malaisé à établir.

Le ratio *loan-to-value* mesure le rapport entre le montant de l'emprunt contracté et la valeur du bien donné en garantie. La politique suivie par les banques en ce domaine a également connu des modifications au cours des dernières années.

En Belgique, bien qu'il n'y ait pas de restriction officielle, en pratique, les banques veillent à ce que les charges d'intérêts n'excèdent pas 30 à 35 p.c. des revenus disponibles de l'emprunteur au cours de la première année du contrat, cette proportion pouvant s'accroître (jusqu'à 50 p.c.) selon le niveau de revenu, la sécurité de l'emploi, l'âge, etc. Les banques déterminent la limite maximale du LTV en conséquence. Lorsque celui-ci augmente, elles réclament en général un taux d'intérêt plus élevé. On suppose que la politique consistant à accorder un taux préférentiel aux crédits assortis d'un LTV plus faible peut avoir contribué à maintenir des ratios raisonnables en Belgique. Dans la période récente, le LTV est demeuré plus ou moins constant autour de 80 p.c., malgré l'augmentation du montant moyen des crédits octroyés.

Au niveau de la zone euro, en 2007, le LTV type appliqué à un nouveau contrat se chiffrait à environ 80 p.c. dans la majorité des États membres, variant entre 63 p.c. (Malte) et 101 p.c. (Pays-Bas). Comme en Belgique, il n'y a en général pas de restriction imposée sur ce ratio, mais une limite peut être définie pour l'adéquation des fonds propres et les provisions nécessaires sur les crédits hypothécaires. Si le LTV demeure sous une certaine limite, les crédits hypothécaires sont traités de la manière standard

sous l'accord de Bâle II; en revanche, ils sont assortis d'une notation plus risquée au-dessus de ce niveau, ce qui implique pour les banques un provisionnement supérieur en capital. De la même manière, une limite a aussi été fixée pour les crédits éligibles en tant que collatéral pour les *covered bonds* ou les *mortgage bonds*.

Le LTV s'est accru dans la majorité des pays au cours de la période allant de 1999 à 2007. Cette évolution s'est accompagnée d'un accroissement de la maturité des contrats et du développement de nouveaux types de crédits qui autorisent un report de remboursement. En 2007, le LTV s'était déjà replié dans un certain nombre de pays, tels que la Belgique, l'Irlande, l'Espagne, Malte et le Portugal, probablement sous les premiers effets de la crise financière.

C. TYPES DE REMBOURSEMENT ET FLEXIBILITÉ DES CONTRATS

Plusieurs types de remboursement de crédit cohabitent sur le marché. Le plus courant parmi les pays de la zone euro est le prêt amortissable, remboursé par mensualités constantes, qui incluent des charges d'intérêts dont la part diminue au fil du temps, et du capital. Ce type de remboursement est le plus populaire en Belgique.

Le schéma dit « intérêts seuls » (*interest-only*) se définit par un paiement mensuel d'intérêts, complété par le remboursement de l'entière du capital à la fin du contrat. En 2007, ces crédits ne représentaient qu'une faible part du marché, soit 7,5 p.c. dans la zone euro.

Dans plusieurs pays, les institutions de crédit ont élargi les formules de remboursement et de nouveaux produits ont été introduits pour permettre des paiements allégés au début du contrat (*teaser loans*). Ces formules consistent en une diminution des charges de remboursement initiales, par exemple grâce à la combinaison d'une formule « intérêts seuls », suivie d'un système d'amortissement, ou d'une période sans paiement suivie d'une formule d'amortissement. Ces nouveaux produits ont facilité l'accès de certains types d'emprunteurs au crédit hypothécaire, ce qui a également contribué à accroître l'encours des crédits offerts.

La flexibilité du marché financier lié à l'immobilier indique la facilité avec laquelle les ménages peuvent modifier certains termes et conditions de leur contrat d'emprunt hypothécaire, ou se tourner vers un autre type d'emprunt, dans la même banque ou dans une autre banque. Dans ce cadre, les possibilités de remboursement anticipé constituent un élément important, mais le coût lié à la prise d'un nouvel emprunt joue également un rôle.

Le remboursement anticipé partiel ou total de l'emprunt hypothécaire est autorisé dans tous les pays de la zone euro. Les frais liés à ce remboursement anticipé représentent généralement un pourcentage du montant restant à rembourser, qui dépend du montant du prêt, du type de taux qui y était appliqué (fixe ou variable) et du temps passé depuis la conclusion du contrat. Dans plusieurs pays, le remboursement anticipé n'occasionne aucuns frais dans le cas de crédits à taux variable, contrairement aux crédits émis à taux fixe. C'est le cas en Finlande, en Grèce, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Dans certains cas, la clause de remboursement anticipé peut être introduite dans le contrat au prix d'une augmentation du taux proposé.

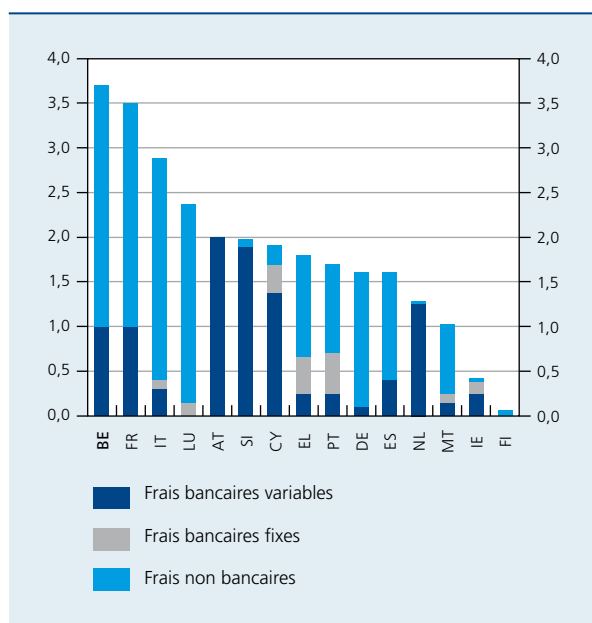
En Belgique, les frais de remboursement anticipé sont légalement plafonnés à l'équivalent de trois mois de charges d'intérêts sur le montant emprunté qui n'a pas encore été remboursé.

En principe, ces frais sont dus même si le remboursement anticipé est demandé à l'occasion de la signature d'un nouveau contrat dans le même établissement de crédit. La renégociation des conditions de l'emprunt est cependant parfois possible. Si le remboursement anticipé est utilisé pour contracter auprès d'une autre institution de crédit offrant de meilleures conditions de taux ou d'autres produits plus intéressants, un tel changement implique, outre les frais de remboursement anticipé, ceux liés à la conclusion d'un nouveau contrat hypothécaire (frais de notaire, frais d'enregistrement, frais administratifs et de recherche). En Italie, cependant, une mesure relative à la portabilité du crédit hypothécaire a été introduite, qui permet de changer de prêteur sans frais, pour autant que le montant du nouveau crédit soit égal au montant du crédit originel restant dû.

Le graphique 10 présente les frais occasionnés par la conclusion d'un crédit hypothécaire, exprimés en pourcentage d'un emprunt hypothécaire d'un montant standard en 2007 octroyé à un ménage achetant pour la première fois et désirant occuper son bien. Les coûts pris en compte incluent ceux directement liés à la conclusion du contrat (et non à l'achat du bien lui-même), qu'ils soient fixés par la loi ou habituellement réclamés par le prêteur. Certains de ces coûts varient selon le montant de l'emprunt, d'autres sont fixes, leur nature précise variant d'un pays à l'autre. Des frais non bancaires, par exemple, peuvent inclure des frais notariaux, des frais d'enregistrement de contrat, ou d'autres frais fixés légalement. On constate des différences marquées selon les pays, les coûts variant de 3,7 p.c. du montant du prêt en Belgique (dont 2,7 p.c. de frais non bancaires: frais de notaire, frais d'enregistrement et d'assurance) à pratiquement 0 p.c.

GRAPHIQUE 10 FRAIS LIÉS À UN CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE DANS LA ZONE EURO, EN 2007

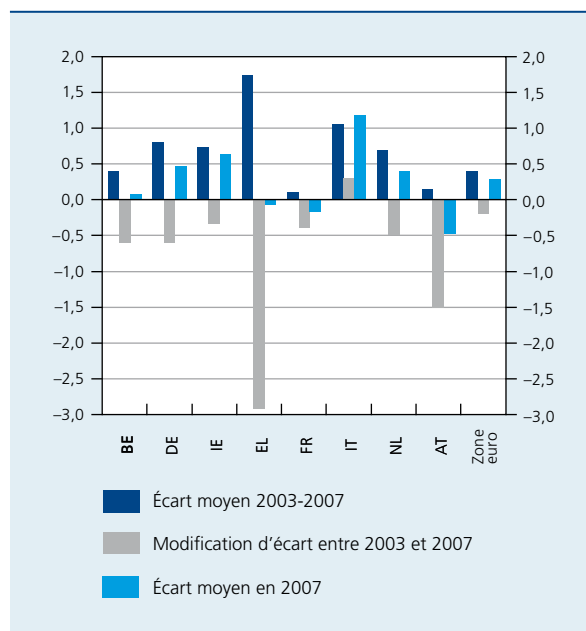
(pourcentages d'un emprunt hypothécaire standard)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

GRAPHIQUE 11 MARGE ENTRE LE TAUX APPLIQUÉ À UN CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE STANDARD (PÉRIODE DE FIXITÉ INITIALE DU TAUX SUPÉRIEURE À CINQ ANS) ET LE RENDEMENT D'UN INVESTISSEMENT SANS RISQUE

(taux sur les nouveaux contrats ; points de pourcentage)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

en Finlande. Cette comparaison n'est cependant qu'indicative car des hypothèses simplificatrices ont dû être posées étant donné la complexité de certaines structures de coûts, les différences substantielles apparaissant entre les établissements de crédit d'un même pays et la mesure dans laquelle certains frais dépendent de circonstances particulières.

D. MARGES DES BANQUES SUR LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES

Les revenus que les banques tirent des crédits hypothécaires peuvent être comparés à leur coût de financement ou à leur coût d'opportunité. Il en résulte une marge qui varie notamment en fonction des caractéristiques des crédits (par exemple, le type de taux qui leur est appliqué), du risque de défaut de l'emprunteur et de la concurrence entre établissements de crédit.

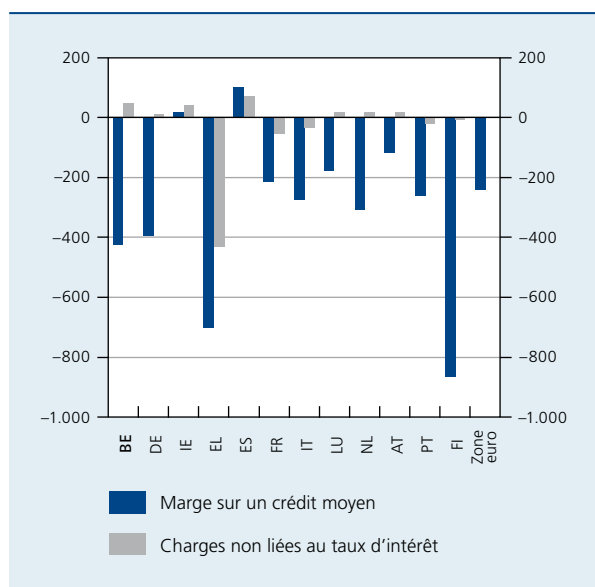
Plusieurs types de marge ont été calculés dans le cadre du rapport SIR. Cependant, les statistiques nécessaires pour le faire ne sont disponibles que depuis 2003, soit une période relativement courte qui ne couvre pas un cycle conjoncturel complet. En même temps, la période allant de 2003 à 2007 a été particulière, en ce sens que les conditions de crédit ont été considérablement assouplies au cours de ces années.

Nous présentons ici les marges entre le taux appliqué à un crédit hypothécaire standard et le coût d'opportunité. Étant donné qu'en Belgique, le crédit standard est un crédit dont la période de fixité initiale du taux est longue, les comparaisons ont été effectuées sur cette base, avec les pays pour lesquels la comparaison se révélait pertinente, c'est à dire ceux dont le volume des nouveaux crédits à taux fixe représentait en moyenne au moins 20 p.c. du total des nouveaux crédits entre 2003 et 2007. Le coût d'opportunité est obtenu en faisant l'hypothèse d'un investissement sans risque d'une maturité correspondante (les OLO en Belgique, par exemple).

En ce qui concerne les pays où le type de crédit hypothécaire le plus répandu est assorti d'une fixation initiale du taux relativement longue (Belgique, France, Allemagne et Pays-Bas), la marge la plus élevée, en moyenne au cours des années 2003 à 2007, par rapport au coût d'opportunité était observée en Allemagne et aux Pays-Bas, tandis qu'elle était moindre en Belgique et en France.

La marge était relativement élevée dans les pays où les crédits à taux fixe ou semi-fixe sont moins courants (Irlande, Grèce, Italie), ce qui peut expliquer pourquoi les ménages de ces pays se tournaient davantage vers

GRAPHIQUE 12 MODIFICATIONS DES MARGES ET DES FRAIS APPLIQUÉS À UN CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE MOYEN ⁽¹⁾
(pourcentages nets cumulés de 2003 à 2007)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Les pourcentages nets correspondent à la différence entre la somme des pourcentages de réponse au BLS indiquant un resserrement et la somme des ceux indiquant un assouplissement. Cumulés sur cinq ans, ils peuvent indiquer des mouvements considérables.

les crédits à taux variable. En France, la marge prise sur les crédits hypothécaires était négative en 2007, probablement en raison d'effets dus à des ventes croisées : pendant cette période, les crédits hypothécaires, qui permettent d'établir une relation de long terme avec les clients, pouvaient être subventionnés par d'autres produits bancaires. En Grèce, les marges ont fortement baissé entre 2003 et 2007, pour être pratiquement nulles en 2007, année où beaucoup de ménages grecs ont remplacé leur emprunt à taux variable par un emprunt à taux fixe.

En ce qui concerne les évolutions dans le temps, les marges ont diminué dans pratiquement tous les pays considérés entre 2003 et 2007. Cette situation est confirmée par les résultats de la *Bank lending survey*. Si on cumule les pourcentages nets, on constate une diminution importante des marges prises sur les crédits hypothécaires moyens dans la plupart des pays européens. L'évolution des frais non liés au taux d'intérêt est plus hétérogène selon les pays. Tandis qu'une diminution des marges s'est accompagnée d'une réduction de ce type de frais dans certains pays, les banques d'autres pays semblent avoir accru les frais non liés au taux d'intérêt pour compenser quelque peu le déclin dans le niveau des marges.

En résumé, des tendances communes ont pu être observées au cours des dernières années en ce qui concerne les caractéristiques des crédits hypothécaires octroyés dans les quinze pays de la zone euro : le LTV s'est accru, les maturités des crédits se sont allongées et davantage de flexibilité a été introduite pour le remboursement de ces crédits. Ces tendances ont contribué à rendre plus aisé l'accès des ménages au marché du crédit hypothécaire et à améliorer le fonctionnement de ce marché. Dans le même temps, des différences substantielles demeurent, par exemple en ce qui concerne la part des contrats à taux fixe et à taux variable. Ces différences peuvent être attribuées tant à des facteurs historiques et culturels qu'à des spécificités institutionnelles.

2. Structure de financement des banques

Après avoir exploré l'évolution de la demande et les caractéristiques principales des crédits hypothécaires, nous nous focalisons à présent sur le financement des institutions bancaires, avec pour objectif de fournir un aperçu de l'évolution des stratégies de financement des banques. Les différences entre pays de la zone euro seront soulignées, de même que les changements constatés depuis la fin des années 1990.

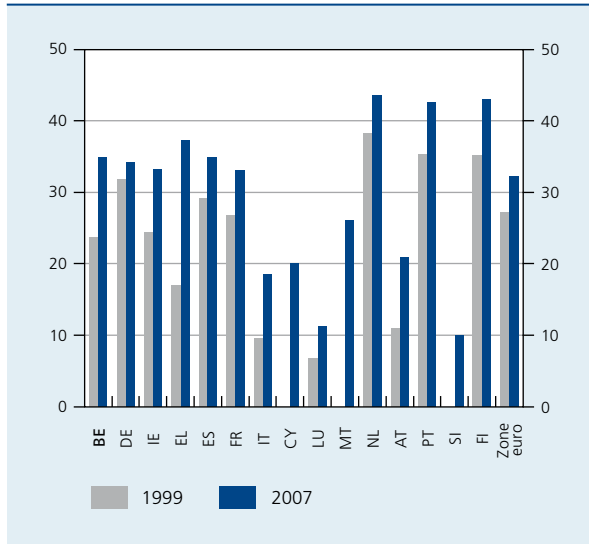
2.1 Évolution de la structure de financement au cours des dix dernières années

Le financement de l'acquisition d'un bien d'habitation par les particuliers a constitué durant les dernières années un domaine d'activité en croissance pour les banques de la zone euro. À la fin de 2007, les crédits accordés aux ménages pour l'acquisition, la construction et la rénovation d'un bien immobilier comptaient pour 32 p.c. de l'ensemble des prêts octroyés aux secteurs non financiers, soit un chiffre de 5 points de pourcentage supérieur à celui de 1999. En outre, l'accroissement de cette part relative est une tendance commune observée dans tous les États membres.

À l'exception de quelques instruments spécifiques, les banques financent les crédits hypothécaires grâce à leurs sources habituelles de financement. À cet égard, les dépôts recueillis auprès de la clientèle demeurent la source de financement la plus importante. Au cours des dernières années, cependant, un certain nombre de facteurs ont contribué à l'élargissement des alternatives offertes aux établissements de crédit pour assurer leur *funding*. Il s'agit notamment du développement d'un marché obligataire européen plus intégré et plus profond grâce à l'introduction de l'euro, d'innovations financières

GRAPHIQUE 13 PART DES CRÉDITS IMMOBILIERS AUX MÉNAGES DANS LE TOTAL DES CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES IFM AUX SECTEURS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(pourcentages, quatrième trimestre de 1999 et de 2007)

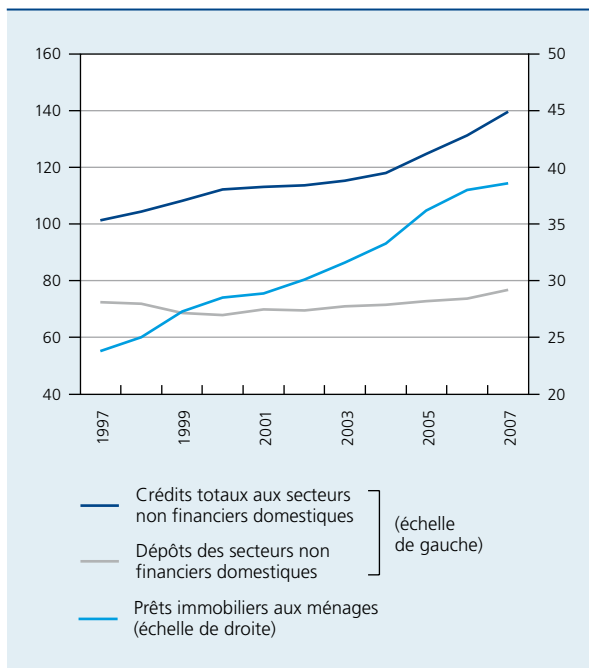


Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Y compris des estimations concernant les crédits sortis du bilan par titrisation.

GRAPHIQUE 14 ÉCART ENTRE LES PRÊTS OCTROYÉS ET LES DÉPÔTS AUPRÈS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

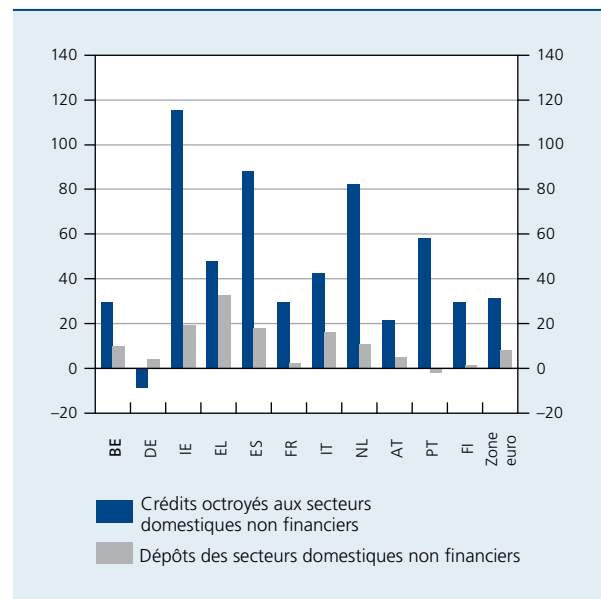
(1) Y compris des estimations concernant les crédits sortis du bilan par titrisation.

et technologiques, ainsi que de conditions de financement généralement extrêmement favorables. Cette situation a permis un glissement vers des structures de financement davantage basées sur les marchés.

L'un des éléments déterminant pour expliquer les changements observés dans les structures de financement des systèmes bancaires de la zone euro, du moins jusqu'au début de la crise financière à la mi-2007, est la forte croissance de l'activité de prêts en général, et des prêts hypothécaires en particulier. De 1997 à 2007, les prêts accordés aux secteurs non financiers (incluant les créances sorties du bilan des banques après titrisation) se sont accrus de 40 p.c. en proportion du PIB. Au même moment, les crédits octroyés aux ménages pour l'acquisition, la construction et la rénovation d'un bien d'habitation ont augmenté de 15 points de pourcentage, pour atteindre l'équivalent de 38 p.c. du PIB. En termes absolus, l'encours de ces crédits a plus que doublé au cours de cette période. Cette croissance impressionnante n'a pas été suivie par une hausse similaire des dépôts traditionnels des secteurs non financiers de la zone euro, dont le montant relativement au PIB est resté plus ou moins constant. Cet écart croissant entre les crédits accordés et les dépôts reçus a été financé par un recours plus important au financement basé sur le marché, sous la forme de titres de créance et d'emprunts auprès du marché monétaire.

GRAPHIQUE 15 CRÉDITS ET DÉPÔTS DANS LES IFM DE LA ZONE EURO : VARIATIONS CUMULÉES DE 1999 À 2007 ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Y compris des estimations concernant les crédits sortis du bilan par titrisation.

Il serait cependant trompeur de tenter d'établir une causalité unidirectionnelle entre les deux événements, partant d'un écart croissant entre prêts et dépôts pour aboutir à une diversification des sources de financement. En effet, une partie de cet écart doit être expliquée par l'existence de ces sources alternatives de financement, qui autorisent les banques à élargir leurs activités de prêts dans un contexte de demande croissante et de concurrence exacerbée.

Les banques des États membres où les prêts accordés aux secteurs non financiers ont connu l'augmentation cumulée la plus importante au cours de la période 1999 à 2007 – à savoir l'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas et le Portugal – sont celles qui ont eu le plus recours à un financement axé sur le marché pour combler l'écart croissant entre dépôts et crédits.

Ce phénomène est également remarqué, bien que dans une moindre mesure, dans les autres pays, à l'exception de l'Allemagne qui a connu une croissance des dépôts traditionnels légèrement supérieure à celle de l'activité de prêt, laquelle s'est inscrite en recul au cours de la même période.

L'importance relative des différentes sources de financement des banques a évolué au cours du temps. Entre la fin de 1999 et la fin de 2007, on a constaté une diminution du *funding* assuré par les dépôts des secteurs non financiers résidents, qui demeurent cependant en moyenne la source la plus importante de financement

des établissements de crédit de la zone euro. La Belgique se distingue comme étant l'un des pays où la part de ces dépôts dans le financement reste particulièrement élevée.

La part des dépôts provenant des institutions financières (hors IFM), y compris la titrisation, s'est quant à elle accrue entre ces deux dates, tandis que celle des dépôts non interbancaires venant du reste du monde est demeurée stable. Enfin, la proportion relative des titres de créance dans le financement total a légèrement augmenté, alors que celle des dépôts interbancaires s'est faiblement repliée.

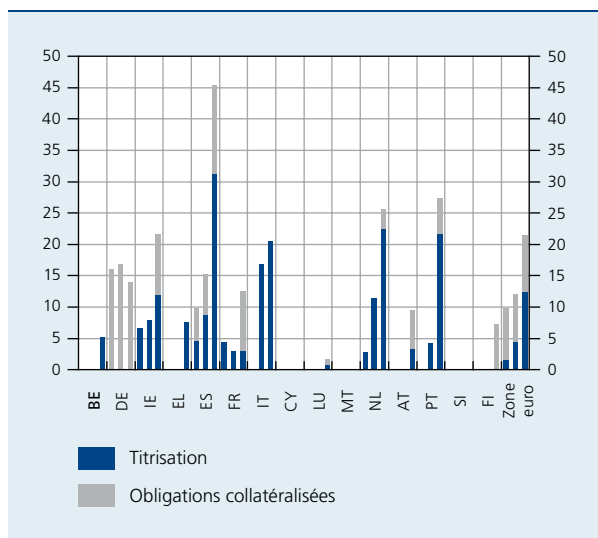
Au cours de la période qui a précédé la crise financière, on a constaté une augmentation importante de l'encours des titres collatéralisés par des crédits hypothécaires, ainsi qu'en témoigne l'évolution des chiffres relatifs au financement garanti, ventilés selon l'émission de titres adossés à des crédits hypothécaires (*Residential mortgage backed securities ou RMBS*) et d'obligations collatéralisées par ces mêmes crédits (*covered bonds*), par rapport au total des crédits immobiliers aux ménages. Ensemble, pour la zone euro, ces deux types de produits représentaient, à la fin de 2007, environ 21 p.c. du total de l'encours des crédits immobiliers (contre 10 p.c. à la fin de 1999), avec des différences significatives entre États.

Les pays où l'encours des crédits aux secteurs domestiques non financiers a nettement plus fortement augmenté que les dépôts de ces secteurs (Irlande, Espagne, Portugal et Pays-Bas) ont largement dû faire appel à l'émission de *covered bonds* et à des opérations de titrisation.

À l'inverse, quelques pays, comme la Belgique, la Finlande, la Grèce et le Luxembourg⁽¹⁾, ont entamé la période étudiée en affichant un ratio dépôts sur crédits élevé, ce qui leur a permis d'éviter d'avoir recours intensivement aux sources de financement basées sur le marché, notamment les *covered bonds* et la titrisation.

GRAPHIQUE 16 TITRISATION ET OBLIGATIONS COLLATÉRALISÉES EN 1999, 2002 ET 2007

(pourcentages des crédits immobiliers aux ménages ; données du quatrième trimestre)



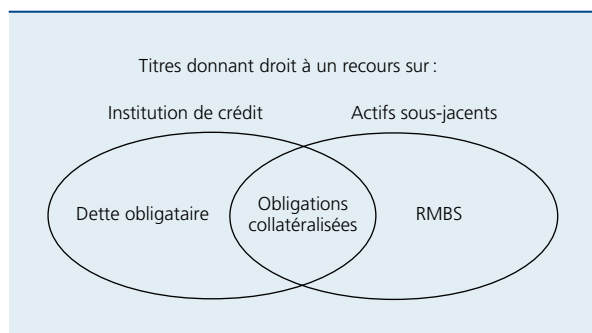
Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

2.2 Covered bonds et titrisation

Cette section présente les principales caractéristiques des obligations collatéralisées (*covered bonds*) et de la titrisation, ainsi que les différences les plus importantes entre ces deux types de produits. Dans le cadre des crédits hypothécaires, la titrisation prend la forme de titres adossés à de l'immobilier résidentiel (RMBS).

(1) Au Portugal, le ratio initial des dépôts par rapport aux prêts était également élevé, mais la diminution brutale des dépôts relativement aux prêts totaux a été contrebalancée par un accroissement de l'activité de titrisation et des financements interbancaires nets.

GRAPHIQUE 17 LES OBLIGATIONS COLLATÉRALISÉES : UN INSTRUMENT À DOUBLE RECOURS
(milliards d'euros)



Source: ECB, *Covered bonds in the EU financial system*, 2008.

Les *covered bonds* sont des obligations émises par une institution de crédit. Ces obligations sont principalement adossées à des crédits hypothécaires (ou éventuellement à des prêts consentis aux pouvoirs locaux). Elles présentent la caractéristique d'être directement liées au financement de ces crédits. Contrairement à la titrisation, l'actif comme le risque demeurent généralement au bilan de l'émetteur.

Les détenteurs de l'obligation possèdent un double droit de recours, d'une part, sur l'institution émettrice et, d'autre part, sur les actifs sous-jacents. L'avantage pour l'investisseur est de bénéficier de rendements relativement élevés, associés à des risques comparativement faibles, ce qui a permis le développement de ce segment de marché au cours des dernières années.

La titrisation est, par contraste, 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. Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leur encours de crédits, c'est-à-dire de transformer en titres négociables des prêts à la clientèle.

Du point de vue de l'émetteur, les *covered bonds* et les RMBS présentent de multiples avantages. Les titres collatéralisés bénéficient de notations de crédit supérieures, apportant de la sorte un financement à long terme à un coût relativement faible et aidant les émetteurs à combler les écarts de financement. Ils permettent aussi à l'émetteur de diversifier et d'élargir ses sources de financement.

Dans le même temps, plusieurs différences importantes peuvent être soulignées entre les obligations collatéralisées et les produits titrisés, tels que les RMBS.

Les obligations collatéralisées demeurent en général au bilan consolidé de l'émetteur tandis que, dans le cas d'une émission de RMBS, le collatéral est transféré vers un véhicule de titrisation spécifique (*Special purpose vehicle ou SPV*) qui émet les titres. L'originateur et l'émetteur ne sont donc pas identiques dans le cas des RMBS.

La titrisation sous forme de RMBS permet à l'émetteur de transférer le risque et de l'éliminer de son bilan; les exigences de fonds propres sont donc amoindries⁽¹⁾. Par contraste, les *covered bonds* sont d'abord et avant tout utilisés pour lever du financement.

Le collatéral utilisé dans le cadre des *covered bonds* doit rencontrer des critères spécifiques, généralement énoncés par la législation, notamment en termes de limite maximale pour le LTV. Ces critères garantissent la bonne qualité des actifs sous-jacents.

Contrairement aux RMBS, les obligations collatéralisées sont des titres à double recours. Les investisseurs sont créanciers à titre prioritaire auprès de l'émetteur; ils ont également un droit de créance privilégié sur les actifs sous-jacents (*cover pool*), si l'émetteur fait défaut.

Le *pool* de collatéral sous-jacent aux *covered bonds* est habituellement dynamique, ce qui signifie que les actifs impliqués peuvent être remplacés quand ils arrivent à maturité ou quand ils ne rencontrent plus les critères d'éligibilité. En revanche, le *pool* de collatéral des RMBS est généralement statique. Alors que les *covered bonds* sont de façon prédominante des titres à taux fixe, les RMBS ont habituellement des taux variables.

La subdivision du *pool* en plusieurs tranches est une caractéristique fréquente des RMBS, mais pas des obligations collatéralisées. L'émetteur peut ainsi adapter les tranches selon les besoins spécifiques des investisseurs.

(1) On se réfère ici uniquement à la titrisation de type « *true-sale* », par laquelle, en général, les crédits titrisés sont sortis du bilan de l'originateur, les risques et les droits sur les actifs étant transférés vers le SPV.

TABLEAU 1 COMPARAISON ENTRE LES *COVERED BONDS* ET LES RMBS

	Obligations collatéralisées	RMBS
But de l'émission	Refinancement	Diminution du risque, allègement de la régulation, refinancement
Émetteur	Émetteur de l'emprunt	Entité spécialisée
Recours à l'émetteur d'origine	Oui	Non
Structure	Les actifs demeurent en général au bilan, mais sont identifiés comme appartenant à un <i>cover pool</i>	Les actifs sont transférés à l'entité spécialisée
Impact sur les réserves de capital de l'émetteur	Aucun	Réduction
Restriction légale sur le collatéral éligible	Oui, si l'émission se fait en référence à la législation sur les <i>covered bonds</i> (limite au LTV, par exemple)	Habituellement aucune
Gestion des actifs	Habituellement dynamique	Majoritairement statique
Transparence des actifs pour l'investisseur	Limitée (mais la qualité est régulièrement contrôlée par des agences spécialisées, publiques ou indépendantes)	Limitée
Subdivision des prêts en plusieurs tranches (<i>tranching</i>)	Aucune	Habituelle
Coupon	Majoritairement à taux fixe	Majoritairement à taux flottant

Source : ECB, *Covered bonds in the EU financial system*, 2008.

A. COVERED BONDS

Entre 2003 et 2007, la valeur de l'encours des obligations collatéralisées par de l'immobilier s'est accrue de 80 p.c. dans la zone euro. Alors que cet instrument était utilisé depuis fort longtemps en Allemagne, le recours intensif à cette source de financement s'est développé de façon plus récente dans d'autres pays de la zone euro. Cependant, en l'absence d'un marché intégré et homogène, on constate de substantielles hétérogénéités.

Pour l'essentiel, les évolutions récentes dans ce domaine ont largement été impulsées par des changements législatifs et réglementaires (introduction de la législation aux Pays-Bas en 2008, en Irlande en 2001, par exemple), ainsi que par la dynamique du marché de l'immobilier (Espagne, Irlande, France). Actuellement, trois pays domi-

nent les émissions de *covered bonds* dans la zone euro⁽¹⁾. Il s'agit de l'Allemagne, de l'Espagne et de la France.

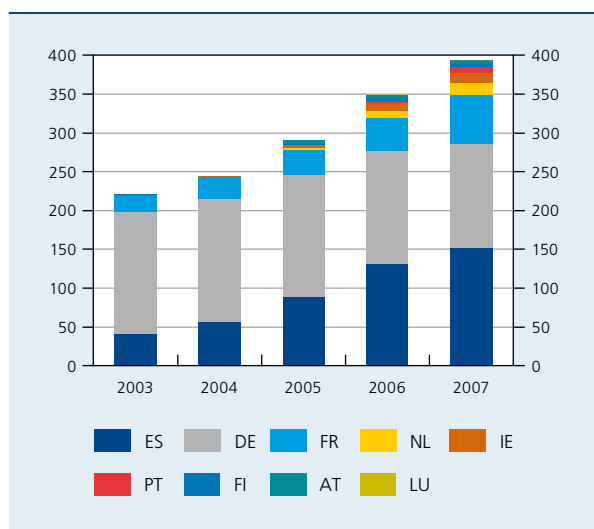
L'Espagne a enregistré les développements les plus importants dans ce domaine en raison de la forte croissance du marché de l'immobilier. Cette dynamique et l'importante demande de crédits hypothécaires qui l'a accompagnée ont été soutenues par l'émission de *covered bonds*, dont la part au sein de la zone euro est passée de 18 p.c. en 2003 à 39 p.c. en 2007.

En France, la dynamique du marché de l'immobilier a également été soutenue au cours de cette période et l'encours des *covered bonds* a triplé, représentant 16 p.c. de l'encours total de la zone euro en 2007, contre 6 p.c. en 2003.

En ce qui concerne le cadre réglementaire et législatif, il convient de distinguer le niveau international et les évolutions nationales spécifiques. Au niveau européen, la directive de 1985 sur le fonctionnement des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) établit que ces entités peuvent investir jusqu'à 25 p.c. de leurs actifs dans des *covered bonds* d'un seul émetteur,

(1) Certaines précautions doivent cependant être prises dans l'interprétation de ces chiffres. Sur la base des données disponibles, il n'est en effet pas possible de distinguer entre les *covered bonds* résidentiels et commerciaux. Par ailleurs, les parts relatives nationales et les encours peuvent être biaisés par le fait que des entités internationales peuvent émettre des *covered bonds* par l'intermédiaire de filiales établies dans des pays étrangers. Les données sont disponibles par pays d'émission et non par nationalité de l'émetteur.

GRAPHIQUE 18 ENCOURS DES MORTGAGE COVERED BONDS : VENTILATION PAR PAYS D'ÉMISSION (milliards d'euros)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

sous certaines limitations. Par ailleurs, si certaines conditions sont remplies (par exemple, valeur du LTV), les *covered bonds* bénéficient d'une pondération plus favorable du risque associé dans le cadre de la directive européenne sur les fonds propres réglementaires adoptée en 2006. Ces deux types de réglementation ont vraisemblablement contribué à l'essor des *covered bonds*.

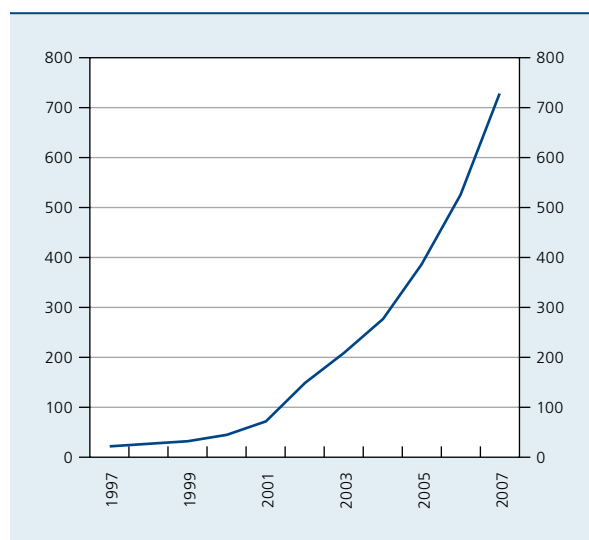
Du point de vue national, des cadres législatifs spécifiques ont vu le jour récemment dans un certain nombre de pays, seules Chypre et la Belgique n'ayant pas encore introduit de législation relative à l'émission de ce type de titres. Le cas néerlandais présente un intérêt particulier, puisqu'avant l'adoption d'une loi spécifique, l'émission de ces produits était basée sur des accords contractuels fondés sur le code civil.

B. TITRISATION

La titrisation est un phénomène récent dans la zone euro ; elle n'est devenue une source significative de financement pour les banques qu'à partir de 2002. En 2007, on estimait à environ 7 p.c. la part des crédits hypothécaires titrisés et sortis du bilan des banques par rapport à l'encours total. Exprimée en pourcentage du PIB, cette part se chiffrait à environ 3 p.c.

Le lent développement de ce marché, par rapport aux États-Unis, est dû à plusieurs facteurs. Tout d'abord, les banques principales de la zone euro étaient bien capitalisées au moment où ce type de produit est devenu

GRAPHIQUE 19 ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DE LA TITRISATION DANS LA ZONE EURO ENTRE 1997 ET 2007⁽¹⁾ (milliards d'euros)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Les données ne reflètent que la titrisation vers des SPV résidents, l'activité totale étant dès lors sous-estimée.

disponible. Ensuite, le cadre législatif était le plus souvent absent et devait être développé. Au cours des dix dernières années, un nombre important de procédures législatives et réglementaires ont pris place à la fois au niveau national et européen, qui ont facilité le développement des marchés de la titrisation.

Un autre facteur ayant stimulé la croissance récente de la titrisation est l'introduction de l'euro, qui a permis un accroissement de l'intégration financière et le développement d'un système financier davantage basé sur le marché. Il en a résulté une augmentation de la liquidité et du volume des titrisations par les IFM. Parallèlement, des avancées technologiques ont amélioré le traitement et la fixation des prix des données financières, ce qui a notamment permis de réduire les coûts associés à l'émission de RMBS.

Malgré cela, les IFM d'un certain nombre d'États membres de la zone euro n'ont déployé qu'une faible activité de titrisation, voire aucune. Le recours à la titrisation dépend en effet de divers éléments, dont l'encadrement législatif, mais également la structure nationale du marché des crédits hypothécaires.

Comme c'est le cas pour les *covered bonds*, l'émission de produits titrisés (RMBS) a été la plus importante pour les IFM des pays où la demande de crédits hypothécaires a été la plus forte, à savoir l'Irlande, l'Espagne et les Pays-Bas.

En Belgique, les opérations de titrisation sont restées très limitées jusqu'à la fin de 2007. Le marché relatif à ces titres était étroit et peu liquide; il ne permettait pas de compenser les coûts liés à ce type d'opérations. Cependant, dans la période récente (2008 et 2009), on a constaté un accroissement très important de l'émission de ces titres, lorsque quelques banques belges, confrontées à des problèmes aigus de liquidité, ont obtenu des fonds par des opérations de titrisation.

Globalement, les chiffres présentés ci-dessus mettent en évidence une évolution générale vers des sources de financement davantage axées sur le marché, notamment les produits structurés. L'introduction de nouvelles législations et l'adaptation de réglementations plus anciennes ont permis aux banques d'avoir recours à différentes sources de financement, favorisant la diversification et l'accès aux marchés financiers.

Le recours plus important au financement par les marchés financiers a aussi amené une extension de la maturité contractuelle moyenne des engagements et un accès plus aisé pour les investisseurs étrangers. Cela est particulièrement vrai dans les pays où le marché des crédits immobiliers s'est le plus développé au cours des dernières années (Espagne, Pays-Bas, Portugal). Parallèlement, le glissement du financement basé sur les dépôts de détail à un financement de gros a reflété l'accès plus massif au marché domestique par des épargnants étrangers et la capacité du système bancaire de financer les besoins d'emprunts du secteur domestique par le recours à des fonds venus de l'étranger⁽¹⁾.

3. Impact de la crise financière

La crise financière, apparue à l'été 2007, a profondément bouleversé les évolutions décrites ci-dessus. L'évaluation de l'ampleur avec laquelle cette crise aura contribué au renversement des tendances observées au cours de la décennie passée en ce qui concerne la structure de financement des IFM de la zone euro ne pourra se faire qu'à plus long terme.

Certes, le consommateur belge a été bien protégé, tant par une législation prudente (limites à la variation des taux, LTV relativement bas) que par une évolution relativement modeste de l'endettement hypothécaire lui-même lié à une hausse modérée du prix de l'immobilier. Malgré une légère hausse au premier semestre de

2009, le taux de défaillance est resté très bas, se chiffrant à 1,1 p.c. du nombre total de crédits enregistrés au 30 juin 2009.

Par contre, l'impact sur le *funding* des banques s'est fait sentir. Il est en effet devenu de plus en plus difficile de lever de nouveaux fonds sur les marchés financiers par le biais de produits collatéralisés ou titrisés, en raison de l'augmentation de l'aversion au risque des investisseurs et des incertitudes relatives au degré d'exposition des banques vis-à-vis des actifs mis en cause. Le volume des transactions dans les marchés dédiés à ces modes de financement s'est considérablement réduit en raison de leur manque de liquidité. En ce qui concerne les titres de créance, de juin 2007 à juin 2008, l'émission nette totale de titres à moyen ou long termes par les IFM de la zone euro s'est réduite de 64 p.c. par comparaison aux douze mois précédents.

La liquidité du marché de la titrisation s'est progressivement asséchée. Les segments caractérisés par un haut degré d'opacité et de complexité ont d'abord été atteints. Avec l'approfondissement de la crise, les autres segments du marché, dont les RMBS, ont également été touchés. L'émission de titres adossés, en particulier ceux adossés à de l'immobilier, a diminué et, en parallèle, les rendements des RMBS et des *covered bonds* se sont accrus. Selon des estimations, la majorité des titres adossés à un actif de la zone euro ont été conservés en 2008 pour être utilisés comme collatéral auprès de l'Eurosystème.

Étant de plus confrontées à un assèchement du marché interbancaire et des titres du marché monétaire, les banques ont répondu à cette situation inédite en se montrant plus agressives pour les dépôts. En parallèle, les investisseurs, dont l'aversion au risque s'est fortement accrue, se sont à nouveau tournés vers les dépôts bancaires. La profondeur de la crise a rendu patente la grande instabilité potentielle des sources de financement reposant sur le marché, mettant en particulier en évidence la vulnérabilité des prêts interbancaires aux crises de confiance qui accompagnent les périodes d'intenses turbulences financières.

La politique des autorités a beaucoup fait pour remédier à cette situation: la BCE a massivement octroyé des liquidités et les gouvernements ont veillé à restaurer la confiance dans les banques, notamment en procédant à leur recapitalisation. Il n'est toujours pas acquis d'une manière définitive que ces mesures seront suffisantes pour rétablir la confiance et éviter une restriction du crédit (hypothécaire entre autres). Pour y parvenir, les banques doivent en premier lieu s'assurer d'un *funding* stable à

(1) Par exemple, le *Banco de España* estime qu'à la fin de 2007, 66 p.c. des obligations titrisées émises par des institutions espagnoles étaient détenues par des investisseurs étrangers.

long terme, qui soit directement lié à l'activité d'octroi de crédits hypothécaires. Notamment, l'émission de *covered bonds* en Belgique devrait y contribuer. Des initiatives destinées à combler les lacunes du cadre législatif actuel sont dès lors attendues.

Bibliographie

ECB (2008), *Covered bonds in the EU financial system*, September.

ECB (2009), *Housing finance in the euro area*, Occasional paper series n° 101, March.