

À propos des turbulences financières

Laurent CLERC

Direction de la Stabilité financière

Débat économique n° 4

Les *Débats économiques* reflètent les idées personnelles de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Ce document est disponible sur le site internet de la Banque de France « www.banque-france.fr ». Correspondance : laurent.clerc2@banque-france.fr

À PROPOS DES TURBULENCES FINANCIÈRES

Laurent Clerc

Direction de la Stabilité financière

Les pertes sur le marché des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) aux États-Unis ont constitué le catalyseur de la crise financière actuelle. Pourtant, la médiocre qualité de ces prêts immobiliers, en partie garantis, était connue depuis longtemps et les défauts sur ces créances largement anticipés. Dès lors, comment expliquer qu'un choc attendu, affectant un compartiment restreint du marché hypothécaire américain, ait pu se transformer en crise financière de grande ampleur, provoquant notamment le quasi-effondrement du marché des billets de trésorerie (*commercial paper*) et des marchés interbancaires, c'est-à-dire de marchés généralement considérés comme les plus liquides ?

Les banques ont transféré le risque de crédit à des entités dédiées, appelés « conduits », SIV (*Special Investment Vehicules*) ou Fonds communs de créances (*Special Purpose Vehicules*). Cette pratique a donné l'impression erronée que ce risque était sorti du système financier. L'expérience a montré que tel n'était pas le cas. Les besoins de refinancement résultant notamment de l'activation des lignes de crédit que les banques avaient consenties à ces différents véhicules de titrisation ont reporté les tensions sur le marché interbancaire, nécessitant l'intervention des banques centrales.

L'origine de la crise actuelle semble donc d'une nature plus profonde et structurelle. Une mise en perspective des mutations récentes observées sur les marchés de capitaux permet de mieux comprendre leur dynamique actuelle.

Tendances récentes sur les marchés de capitaux et liquidité

Désintermédiation, libéralisation et déréglementation financières ainsi que titrisation...

La désintermédiation, la déréglementation et la libéralisation financières ainsi que la titrisation sont probablement les évolutions les plus marquantes observées sur les marchés de capitaux au cours de la dernière décennie. Elles ont non seulement profondément modifié le paysage financier mais également le contour de la liquidité.

Désormais, le système bancaire n'est plus le seul à offrir du crédit et de la liquidité. À côté de la liquidité traditionnelle, que l'on mesure par les agrégats monétaires ou de crédit, se développe une seconde composante qui dépend des montants que les intermédiaires financiers non bancaires désirent s'échanger¹. Ces deux composantes ont eu tendance à évoluer en parallèle et, dans une certaine mesure, se sont renforcées mutuellement au cours de ces dernières années. En effet, la forte croissance de la masse monétaire et du crédit a été considérée comme un déterminant-clé des conditions de financement bon marché sur les marchés de capitaux. Cette finance « facile » a, d'un autre côté,

¹ Cf. Courmède (B.), Ahrend (R.) et Price (R.) (2008) : "Have financial trends changed the transmission of monetary policy?", *OECD Economics Department Working Papers*, OCDE, Paris, à paraître prochainement.

exacerbé la tentation des investisseurs de prendre davantage de risques et d'avoir plus largement recours à l'endettement, alimentant ainsi l'expansion du crédit et de la monnaie.

L'élimination de certaines barrières structurelles entre banque d'investissement et banque de dépôts a également favorisé la fluidité du crédit, des initiateurs de prêts aux émetteurs de titres de dette. Il en est également résulté une concurrence accrue au sein du secteur financier et une stimulation de l'innovation financière.

Enfin, la titrisation a permis non seulement aux banques de rendre liquides les actifs financiers, mais elle leur a également offert de nouvelles opportunités, de l'octroi de crédits, à leur « *re-packaging* » puis à leur cession sous forme de titres. Au cours des dernières années, la titrisation a gagné pratiquement toutes les catégories de créances.

...ont contribué à l'émergence d'un nouveau modèle de financement qualifié « d'initiation puis distribution » du crédit

Ces différentes tendances ont donné naissance à un nouveau modèle de transfert des risques, par lequel les banques, après avoir accordé des prêts, cèdent le risque de crédit sous-jacent à un ensemble d'investisseurs par le biais d'instruments dédiés.

Auparavant, les établissements bancaires étaient les principaux initiateurs des prêts. Ils les conservaient à leur bilan et les suivaient jusqu'à échéance. La titrisation leur a donné la possibilité de ne plus faire apparaître le risque de crédit à leur bilan mais de le transférer à d'autres investisseurs. Les étapes qui président à l'octroi d'un prêt, tel qu'un prêt hypothécaire, sont devenues très complexes². Elles sont généralement divisées en plusieurs activités distinctes, chacune pouvant être exercée au sein d'institutions ou d'organismes différents. Par exemple, le processus complet de production d'un prêt hypothécaire fait appel à des acteurs aussi variés que l'emprunteur, l'initiateur (*i.e.* la banque), l'arrangeur, qui regroupe les prêts sous forme de produits structurés, l'agence de notation, qui délivre une note à ces derniers, le prêteur relais, qui assure transitoirement le service du prêt, le gestionnaire d'actif et l'organisme de recouvrement du prêt hypothécaire. Le risque de crédit est ainsi plus largement disséminé au sein du système financier. Il est finalement cédé à un grand nombre d'investisseurs qui sont théoriquement non seulement mieux armés pour le supporter mais encore plus disposés à le faire. Dans ce contexte, les fonds propres des banques peuvent être utilisés de manière plus efficace, permettant, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de l'offre de crédit.

La substitution progressive des titres aux prêts au sein de l'actif des banques a renforcé la sensibilité des bilans bancaires aux techniques de valorisation. De fait, la valorisation d'instruments structurés complexes est un véritable défi. En raison des normes comptables internationales en vigueur (IFRS), les titres doivent être valorisés à leur « juste valeur » (*fair value*), c'est-à-dire en valeur de marché (*marked to market*) ou éventuellement en fonction d'un modèle (*marked to model*). Or, la plupart des produits structurés ne faisant pas l'objet d'échanges sur les marchés secondaires, ils n'ont formellement pas de prix de marché. Pour les évaluer, les sociétés financières font généralement appel à une combinaison de modèles de valorisation du risque de crédit, dans lesquels intervient notamment la notation externe, et de prix de produits dérivés eux-mêmes peu liquides.

Quels sont les principales limites d'un tel modèle de financement ?

- *La présence d'imperfections sur le marché du crédit.* Dans ce modèle de financement, les émetteurs de prêts peuvent être moins incités à s'assurer de leur viabilité dans la mesure où ils prévoient de transférer le risque de crédit à d'autres investisseurs. Ce problème d'aléa moral est encore plus profond lorsque les prêts sont octroyés par des organismes non réglementés. À l'étape suivante, les

² Cf. par exemple Ashcraft (A. B.) et Shuermann (T.) (2007) : « *Understanding the securitization of subprime mortgage credit* », Mimeo, Banque de Réserve Fédérale de New York, décembre.

acquéreurs des prêts, qui envisagent de les restructurer sous forme d'instruments de crédit complexes, sont peu enclins à vérifier la qualité des actifs qu'ils ont acquis. Ils savent en effet que les acheteurs finaux se fient essentiellement à la notation attribuée à l'actif sous-jacent. Les asymétries de l'information altèrent donc chaque étape du processus. Ils constituent en outre une puissante source de contagion. De surcroît, un tel système ne peut fonctionner que si chaque intervenant de marché impliqué dans ce processus a en permanence accès à la liquidité.

- *La valorisation.* De par leur nature, les produits structurés sont peu liquides. Ils sont constitués pour s'adapter parfaitement aux caractéristiques et au profil de risque requis par leur acquéreur. Ces propriétés limitent leur aptitude à être revendus à d'autres investisseurs dont les préférences ou les besoins peuvent être différents. Cela fait apparaître un phénomène de circularité : la valorisation à la « juste valeur » doit s'effectuer sur la base d'un prix de marché, en application des normes comptables internationales ; les opérateurs ne peuvent correctement valoriser un actif que s'il existe une liquidité suffisante sur le marché ; et, pour finir, la liquidité dépend de la valorisation.

Dans ce processus, les agences de notation sont investies d'une mission essentielle qui consiste à réunir et à contrôler l'information concernant les emprunteurs. Ces informations sont cruciales pour évaluer le risque et le rendement des différents actifs et donc pour faciliter le processus de formation des prix. En outre, sur les marchés titrisés, le système de notation permet à tous les intervenants d'avoir accès à des informations simples, claires et concises sur le risque de crédit lié aux différentes classes et catégories d'instruments financiers. La notation est devenue une partie intégrante de la conception et de l'ingénierie financière de ces produits. Les agences de notation déterminent la taille des tranches et les niveaux de subordination des créances. Elles fournissent les méthodes et les modèles d'évaluation des risques ainsi que leur corrélation. Elles imposent également les conditions que les véhicules de titrisation doivent nécessairement remplir en vue de pouvoir émettre des titres. En permettant la comparabilité des produits structurés avec une large gamme d'actifs, elles assurent leur négociabilité ou, pour le formuler autrement, leur liquidité.

Cependant, ce processus comporte deux faiblesses importantes : premièrement, les agences de notation se considèrent comme uniquement responsables de l'évaluation du risque de crédit. Leurs notations ne comprennent donc pas le risque de liquidité alors que les investisseurs sont persuadés du contraire. Deuxièmement, le modèle utilisé pour noter les produits structurés est identique, en termes de présentation, à celui qui est utilisé pour les produits obligataires traditionnels. Or, pour les investisseurs, une notation AAA est traditionnellement associée à un investissement stable. En outre, il semble qu'étant donné le faible rendement de ces produits, les investisseurs sont moins incités à analyser de façon exhaustive la nature et la sensibilité de ces notations. Ce comportement n'est sans doute pas totalement approprié vis-à-vis des produits structurés dont les notations ont fait preuve d'une énorme volatilité, comme on a pu le constater récemment.

- *Les incertitudes relatives à la valorisation des actifs, au degré d'exposition au risque en général et au risque de contrepartie en particulier.* La diversité et la complexité des techniques de valorisation peuvent aboutir à une variation considérable des estimations en « juste valeur » entre les institutions. Par conséquent, un certain nombre d'établissements financiers n'ont pas une idée claire des performances à long terme des prêts sous-jacents. Par ailleurs, la dilution des risques ainsi que la complexité des produits structurés occultent la localisation réelle des risques. Dans ces conditions, la détérioration de la valeur de certains actifs, comme cela a été observé pour les actifs liés aux *subprime*, notamment les titres adossés à des créances hypothécaires, peut entraîner une augmentation de l'incertitude relative à la valeur intrinsèque de nombreuses autres catégories d'actifs financiers, qu'ils soient *in fine* exposés ou non au marché immobilier des *subprime*. Cette situation contraste fortement avec le modèle standard de l'intermédiation bancaire où les valorisations d'actifs et de crédit sont liées aux fondamentaux et effectuées au coût historique. Dans le contexte du modèle de titrisation, les problèmes de valorisation peuvent se traduire par des pénuries de capital en raison de la comptabilisation en « juste valeur ». En effet, les fluctuations de prix des actifs sont immédiatement répercutées dans le bilan des banques.

- *La relative inadéquation du capital au risque dans le nouveau modèle de titrisation.* Les nouvelles entités, comme les conduits et les SIV, effectuaient, jusqu'à une date récente, des transformations d'échéances à grande échelle sans aucun capital pour absorber les chocs. Toutefois, la plupart d'entre eux étaient dotés de lignes de crédit bancaires ou d'autres garanties des banques qui les sponsorisent. Ces lignes de crédit se substituent aux fonds propres qui auraient autrement été exigés de ces entités pour pouvoir émettre des billets de trésorerie bénéficiant de la note AAA. La titrisation ne protège pas complètement les banques du risque de crédit sur les actifs transférés. Tout d'abord, les initiateurs de crédits sont généralement exposés aux premières défaillances sur les prêts qu'ils vendent. Lors des périodes de crise, cette exposition réduit leurs bénéfices et donc leurs fonds propres. Ensuite, des montants importants d'instruments adossés à des prêts ont été acquis par le biais de conduits ou de SIV, qui bénéficient d'importantes lignes de crédit de la part des banques qui les ont mis en place, précisément pour faire face aux risques de liquidité. Comme nous l'avons observé cet été, quand les conduits mobilisent leurs lignes de crédit, les bilans des banques peuvent considérablement augmenter en période de crise, diminuant le montant des capitaux excédentaires disponibles pour financer de nouveaux prêts.

Conséquences et défis à relever pour les régulateurs

D'un choc de liquidité...

La combinaison de ces quatre sources de fragilité a été à l'origine d'un brusque changement de régime, qui nous a fait passer d'une période de liquidité abondante à une situation de pénurie apparente. Un tel changement de régime s'explique de différentes façons : premièrement, par un accroissement de l'incertitude³. En raison de la complexité des instruments structurés et de leur prolifération rapide, les intervenants de marché manquent de références historiques pour évaluer et mesurer le comportement de ces instruments financiers lors de périodes de crise. Le fait que les notations AAA soient apparues moins stables que ce qui était normalement attendu pour cette classe d'actifs, avec des exemples de révision à la baisse des notations de plusieurs niveaux en une journée, a conduit les investisseurs à mettre en doute la valorisation de tous les types de crédits (pas seulement hypothécaires). En conséquence, l'incertitude⁴ peut avoir conduit les intervenants de marché à prendre des décisions fondées sur les scénarios les plus défavorables. Bien que ce comportement soit rationnel pour prendre des décisions robustes, l'agrégation de décisions individuelles rationnelles peut avoir conduit à un résultat macroéconomique sous-optimal : les intervenants de marché disposant de liquidité ont préféré rester en dehors du marché. Certains ont cessé d'effectuer des transactions, estimant que le risque de contrepartie s'était considérablement renforcé ; d'autres ont préféré thésauriser de la liquidité dans un contexte d'incertitude accrue à l'égard de leurs propres besoins futurs de liquidité et leur degré d'exposition réelle aux risques.

Deuxièmement, la désintermédiation s'est traduite par un renforcement de la concurrence entre les intermédiaires financiers, notamment entre les banques et les non-banques. Les banques conservent toutefois un rôle important dans l'acheminement de la liquidité vers les secteurs où elle est le plus nécessaire. Elles ont notamment accès à la monnaie de banque centrale. Cela peut leur permettre de thésauriser la liquidité injectée par les banques centrales et, dans certains cas, d'exercer un rationnement ou des pressions sur la liquidité vis-à-vis de leurs principaux concurrents, notamment ceux qui n'ont pas accès à la liquidité centrale. En outre, les banques ont intérêt, dans un contexte d'asymétrie d'information, à tenir compte de leur environnement concurrentiel dans leurs choix stratégiques de couverture. Dans un tel contexte⁵, les institutions financières peuvent être incitées à effectuer des arbitrages en matière de gestion du risque. Ces arbitrages peuvent les amener à avoir une position d'attente vis-à-vis de leurs concurrents disposant de réserves limitées de liquidité. Dans la

³ Cf. par exemple Caballero (R. J.) et Krishnamurthy (A.) (2008) : « Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit », à paraître dans le prochain numéro de la *Revue de la Stabilité Financière* de la Banque de France

⁴ Il s'agit de l'incertitude au sens de F. Knight, c'est-à-dire l'incertitude relative à la véritable distribution sous-jacente des risques.

⁵ Cf. par exemple Adam, Dasgupta et Titman (2008), « *Financial constraints, competition and hedging* », à paraître, *Journal of Finance*.

mesure où les stratégies de couverture ne sont pas parfaitement observables, le mécanisme crée un phénomène de sélection adverse. Dans une telle situation, un faible choc de liquidité peut entraîner une détérioration de la qualité de l'ensemble des institutions financières qui sont dépourvues de liquidité, incitant par ailleurs les détenteurs de liquidité à ne pas s'en dessaisir. Un tel comportement suscite des interrogations sur les rôles et les outils respectifs des banques centrales, des banques et des autres institutions financières s'agissant de la création et du maintien de marchés profonds et liquides.

...à une pénurie de capital ?

Depuis le début des turbulences financières, les banques ont dû faire face à des pressions croissantes sur leur bilan. À l'actif de ce bilan, la titrisation ou la syndication des actifs a laissé les banques avec des volumes importants de prêts qui étaient sur le point d'être cédés lorsque la crise a éclaté. La moindre capacité des marchés à absorber des actifs titrisés a réduit brutalement la faculté des banques à transférer les actifs et les risques hors de leur bilan. Dans le même temps, des actifs qui avaient été précédemment transférés hors du bilan ont dû être réintégrés en raison des risques de crédit, de liquidité ou de réputation. En effet, les banques sont vulnérables aux allégations selon lesquelles elles n'ont pas contrôlé les emprunteurs de manière appropriée ou correctement averti les investisseurs des risques liés aux produits qu'elles avaient titrisés. La gestion du risque de réputation a joué un rôle primordial dans la décision des banques de soutenir les conduits qu'elles avaient parrainés ou de prendre part à leur restructuration, et cela même en l'absence de toute obligation juridique. S'agissant du passif du bilan des banques, les effets de la valorisation ont affecté les réserves en capital au travers des pertes subies sur les encours. Parallèlement, le coût de financement des banques s'est accru et les conditions de levée de nouveaux capitaux se sont resserrées. Du côté des fonds propres, la forte baisse de la capitalisation boursière des banques a augmenté le coût du capital. Des signes de pénurie de capitaux se sont également manifestés hors du secteur bancaire. Les assureurs d'emprunts *monoline*, qui sont des contreparties importantes des banques et qui leur vendent des protections de crédits sur les tranches *senior* et *super senior* des RMBS et des CDO, ont également subi des pertes élevées en valeur de marché.

Quelles sont les mesures qui pourraient restaurer le bon fonctionnement des marchés de capitaux ?

Adapter la réglementation

À court terme, certains dysfonctionnements doivent être traités sans nécessairement conduire à des réglementations supplémentaires. D'abord, parce que de nombreuses initiatives correctrices sont liées à des décisions de gestion purement interne des institutions financières. Ensuite, parce que le champ d'action de la réglementation consiste d'abord et avant tout à fournir les incitations appropriées pour améliorer l'efficacité du marché. Cela peut nécessiter des ajustements mineurs dans les exigences en fonds propres ou concernant la valorisation, mais rien de plus. Une réglementation stricte peut en effet constituer un puissant moteur de l'innovation financière, destinée précisément à la contourner et la rendre de fait rapidement obsolète. En outre, comme l'illustre très bien Charles Goodhart dans le numéro spécial de la *Revue de la Stabilité Financière* de la Banque de France de février 2008 consacré à la liquidité (à paraître), la réglementation de la liquidité ne saurait être mise en œuvre de façon trop mécanique, la liquidité exigée ne correspondant pas nécessairement à la liquidité mobilisable⁶.

⁶ Dans son article intitulé « La gestion du risque de liquidité », C. Goodhart a recours à la métaphore du voyageur épuisé qui arrive à une heure tardive au terminus et, à sa grande satisfaction, voit un taxi susceptible de l'emmener vers sa destination encore lointaine. Il le hèle, mais le chauffeur lui répond qu'il ne peut pas le prendre en charge, parce qu'un règlement local impose qu'il y ait toujours un taxi disponible à la gare.

Améliorer l'information et la transparence

L'une des principales caractéristiques du marché du crédit est qu'il n'est pas parfait. Une partie des perturbations actuelles résulte ainsi de la présence d'asymétries d'information, de problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. Dans ce domaine, l'amélioration de l'information et de la transparence constitue un moyen de rétablir la confiance. La mise en œuvre progressive de Bâle II à partir de 2008 apportera certaines réponses à ces problèmes, notamment en ce qui concerne les entités réglementées. Par ailleurs, le rôle et l'ampleur du risque de liquidité devraient être reconnus et mieux pris en compte dans les exigences réglementaires. Cela nécessite par exemple de tenir compte du risque de liquidité dans les exercices de simulation de crise. Des efforts semblables devraient également être accomplis à l'égard des entités non réglementées. Le risque de liquidité est intrinsèquement lié à d'autres risques identifiés au cours de la période récente de turbulences financières : les risques de marché, les risques de crédit et les risques de réputation. La maîtrise de l'ensemble de ces risques dans un environnement transparent est une étape importante pour éviter que la liquidité ne soit thésaurisée et rétablir ainsi la confiance.

Améliorer les cadres opérationnels de fourniture de liquidité des banques centrales

Les considérations relatives à l'aléa moral dans le contexte d'une crise de liquidité constituent un motif de réflexion pour les banques centrales. Pendant la crise, les dernières ont fait leur travail en répondant à une augmentation exogène et généralisée de la demande de monnaie centrale et en assurant un ajustement sans heurts des conditions de liquidité. Toutefois, effectuer des interventions de politique monétaire dans un monde désintermédié soulève des difficultés supplémentaires. L'essentiel des besoins de refinancement peut en effet provenir d'institutions financières non bancaires qui ne disposent pas d'un accès direct aux réserves des banques centrales. Certaines d'entre elles ne sont pas, en outre, réglementées. Comme souligné précédemment, une source importante de liquidité et de crédit n'émane plus du seul système bancaire et il convient de reconnaître que le contrôle d'une banque centrale sur cette liquidité est tout à la fois indirect et sans doute limité⁷. En illustration de ce point, les turbulences financières ont montré que si les agrégats de monnaie et de crédit, c'est-à-dire la liquidité intermédiée par les banques, ont jusqu'ici poursuivi leur croissance à un rythme rapide, d'autres éléments de la liquidité, tels que les encours de billets de trésorerie adossés à des actifs se sont, au contraire, fortement contractés. Cela crée un dilemme potentiel en matière de politique monétaire. Pendant la crise, certaines banques centrales ont dû adapter leurs cadres opérationnels en allongeant la durée de leurs opérations ou en élargissant la liste des actifs éligibles à leurs opérations de refinancement. De nouvelles améliorations pourraient être à l'ordre du jour afin d'améliorer la robustesse de ces dispositifs.

Affiner l'évaluation des risques pour améliorer la notation externe

On pourrait envisager de réglementer les agences de notations. Dans le contexte de la mise en œuvre de Bâle II, le processus de notation joue effectivement un rôle essentiel, impliquant une amélioration de l'évaluation des risques, par le biais de la promotion des modèles internes et du recours accru aux notations externes. Dans la mesure où les agences de notation fournissent un bien public en apportant des informations sur la qualité des actifs sous-jacents aux transactions ou sur l'exposition au risque et que ces informations constituent un élément-clé de la négociabilité des produits structurés, des améliorations peuvent être envisagées. Deux points, entre autres, méritent d'être examinés pour l'avenir. Premièrement, le renforcement de la transparence concernant les méthodes de notation et du rôle global des agences de notation dans le processus de titrisation. Deuxièmement, l'établissement d'une distinction plus nette entre les indicateurs utilisés pour noter les obligations traditionnelles et les produits structurés. Ce point constituerait une condition essentielle pour rétablir la confiance dans les notations. Cela pourrait se faire de deux manières, également susceptibles d'être combinées. Soit en adoptant une échelle de notation différente pour les produits structurés (avec, par exemple, d'autres symboles) ; soit en incluant une mesure supplémentaire dans la notation du crédit, portant sur la volatilité potentielle de cette notation en périodes de tensions sur les marchés ou de crises de liquidité.

⁷ Cf. Cournède *et al.* (2008)

Renforcer les normes de fonds propres

Enfin, les récentes turbulences financières ont montré qu'augmenter la prise de risque avec une part de fonds propres en diminution n'est pas soutenable. Dans un contexte de valorisation en « *fair value* », toute dépréciation pèse immédiatement sur les fonds propres. Or, la capacité d'un investisseur à supporter le risque est déterminée par son assise financière. Les fonds propres devraient jouer un rôle d'amortisseur, c'est-à-dire être suffisamment importants pour absorber les chocs. Dans une certaine mesure, la crise a révélé une profonde incapacité des grandes banques à comprendre la façon dont leurs expositions, tant au bilan qu'au hors-bilan, peuvent exercer des interactions réciproques et avoir un impact sur les fonds propres. Par conséquent, est-il souhaitable de demander aux banques, aux autres intermédiaires financiers et aux structures figurant au hors bilan impliquées dans les transferts de risque de constituer des volants de fonds propres plus importants ? Une telle démarche pourrait s'appuyer sur l'expérience des *hedge funds* dont certains dispositifs existants, comme les périodes de blocage des fonds, ont contribué à stabiliser jusqu'à présent les ressources en dépit des turbulences financières. Des contraintes de capital plus restrictives pourraient aussi contribuer à limiter les effets de levier excessifs dans le système financier. Toutefois, il ne faudrait pas que des normes plus strictes réduisent à néant toutes les incitations à recourir à la titrisation. L'augmentation des volants de fonds propres ne devrait pas tant être conçue pour absorber les risques potentiels (ils ne pourront jamais être assez importants pour cela) que pour décourager une prise de risques excessive. Une voie possible consisterait à exploiter la flexibilité de Bâle 2 pour tenter de renforcer le caractère préventif des fonds propres, notamment dans le cadre du pilier 2.