



Financial Stability Review 2008

Synthèse

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



La crise du crédit et de la liquidité qui a débuté en été de l'année dernière a mis brusquement fin à une longue période de stabilité financière où les conditions avaient généralement été favorables aux activités des établissements financiers. Des pertes plus importantes que prévu sur les prêts hypothécaires à risque américains ont joué un rôle de catalyseur dans la réévaluation substantielle des risques de crédit et de liquidité qui s'est produite sur de nombreux marchés de titres à revenu fixe. Toutefois, les turbulences ont eu bien d'autres causes que le relâchement excessif des conditions d'octroi des prêts sur un des sous-segments du marché hypothécaire américain. Elles s'expliquent également par un endettement excessif dans un contexte de liquidité abondante, par une tarification inappropriée de tout un éventail de produits financiers, par une dépendance malencontreuse aux techniques de transferts à large échelle des risques en dehors des bilans bancaires et par une surestimation de la liquidité réelle des marchés en période de tension. Les turbulences, qui se sont révélées à la fois d'une durée plus longue et d'une portée plus large que ce qui avait été initialement prévu, ont contribué à un ralentissement significatif de la croissance de l'économie américaine et pourraient également affecter d'autres économies, comme le font apparaître par exemple les résultats d'enquêtes récentes sur la distribution du crédit bancaire.

La crise a révélé que le modèle dans lequel les crédits octroyés à l'origine par une institution sont redistribués à d'autres investisseurs (*originate and distribute model*) – modèle sur lequel le système financier international moderne en était arrivé à se baser pour assurer l'intermédiation des opérations de financement entre les investisseurs et les emprunteurs – comportait des faiblesses importantes, bien que non nécessairement irrémédiables. Le problème de délégation et les distorsions liées aux incitations des différents participants dans ce modèle d'intermédiation fragmenté et faisant appel au marché n'ont pas toujours été atténués et gérés de façon adéquate. Les marchés se sont trop largement appuyés sur les évaluations des agences de notation pour assurer la redistribution et la tarification des prêts récemment titrisés. Une part importante des investissements dans les tranches, garanties par une notation élevée, d'instruments financiers titrisés et structurés ont été financés par un endettement à court terme par le biais de conduits ABCP (*asset-backed commercial paper*), de véhicules d'investissements structurés (SIV) ou de fonds spéculatifs (*hedge funds*). En réaction à l'assèchement simultané des sources de liquidité et de la liquidité des marchés, qui avait résulté de la divulgation de pertes plus importantes que prévu sur les titres adossés à des prêts hypothécaires à risque, les établissements de crédit ont thésaurisé la liquidité. Cette situation a entraîné, à son tour, de profondes perturbations sur de larges segments des marchés monétaires internationaux, lesquelles ont dû être gérées et tempérées par des mesures exceptionnelles de la part des banques centrales.

Au travers de l'émission de titres négociables, les expositions aux prêts hypothécaires à risque américains ont été réparties sur tout le système financier international, générant des pertes dans des établissements financiers aux États-Unis, en Europe et dans d'autres parties du monde. Cependant, le niveau de concentration des risques a considérablement varié d'une institution financière à l'autre. Dans un certain nombre de banques européennes et américaines, des expositions très importantes ont provoqué des réductions de valeur et des pertes massives qui ont dû être compensées par des injections de capital pour renforcer la solvabilité. Nombre de ces réductions de valeur ont inclus des tranches de subprime RMBS (titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles) et ABS (titres garantis par des actifs) qui avaient bénéficié des notations les plus hautes avant le déclenchement de la crise. Quant aux réductions de valeur que les banques belges ont appliquées sur ces catégories d'actifs, elles sont restées modérées jusqu'à présent, sans être négligeables. Une augmentation, liée aux prêts hypothécaires à risque, de 2,5 milliards d'euros des charges pour dépréciation exceptionnelle sur les actifs financiers en 2007 a constitué un facteur majeur du recul des bénéfices nets du secteur bancaire belge – qui constituent l'amortisseur de première ligne permettant de faire face à des développements inattendus dans l'environnement opérationnel. Ces bénéfices sont revenus de 9,7 milliards d'euros en 2006 à 6,7 milliards d'euros en 2007. Une analyse plus détaillée de la résistance du secteur financier belge aux turbulences actuelles est présentée dans le *Financial Stability Overview* qui ouvre la présente Revue de la stabilité financière (FSR).

Le risque d'un désendettement désordonné semble s'être quelque peu éloigné au moment de finaliser la présente FSR, après l'opération de sauvetage de Bear Stearns à la mi-mars 2008 et les efforts de recapitalisation entrepris par des établissements de crédit internationaux. Il n'y a néanmoins pas de place pour la complaisance face aux défis auxquels est toujours confronté le système financier.

Les perspectives cycliques et l'environnement opérationnel des établissements financiers devraient rester des défis importants au cours des prochains trimestres, sur fond de fort ralentissement économique aux États-Unis et de préoccupations relatives à la croissance dans d'autres régions du monde. Le système financier international devra probablement faire face à un ralentissement plus classique du cycle du crédit. L'ampleur de l'onde de choc transmise à d'importants intermédiaires du système financier et les ajustements majeurs qui ont lieu ou pourraient avoir lieu sur plusieurs marchés immobiliers nationaux risquent, au surplus, d'accentuer et de prolonger ce ralentissement. Les rééquilibrages de bilan actuellement en cours par le biais du désendettement dans les secteurs financier et des ménages peuvent, à cet égard, annoncer une période de croissance moins soutenue dans des segments importants de la banque de détail, de la banque commerciale et/ou de la banque d'affaires.

La période récente de turbulences financières a également soulevé des questions de nature plus structurelle. Certaines d'entre elles concernent l'existence de facteurs pouvant contribuer à la survenance récurrente de crises dans le système financier international. D'autres sont liées plus spécifiquement aux événements récents et portent essentiellement sur des failles détectées dans les pratiques de gestion des risques des établissements financiers et sur des domaines où il est possible de renforcer la surveillance et la réglementation du secteur financier. Le rapport du Forum sur la stabilité financière adressé aux ministres et aux gouverneurs des banques centrales du G7 ou les initiatives prises au niveau de l'Union européenne fournissent, dans ce cadre, des feuilles de route détaillées. Celles-ci comportent des propositions et des recommandations visant à renforcer les pratiques de gestion des risques dans les établissements financiers et à donner une assise plus solide au système financier international. Les mesures proposées sont variées et présentent de multiples facettes.

Plusieurs composantes de ce programme de réformes sont illustrées dans les articles thématiques de la présente FSR. À titre d'exemple de la nécessité de renforcer la surveillance prudentielle de la gestion des risques de liquidité et de l'adéquation des fonds propres, un article montre comment la proportion croissante des actifs et des prêts structurés dans le portefeuille d'actifs détenus à des fins de transaction des banques devrait donner lieu à un ajustement des exigences en matière de fonds propres pour couvrir les risques de défaillance dans ces portefeuilles. Un autre article examine l'incidence de la transparence bancaire sur la stabilité financière et passe en revue l'approche réglementaire de cette question dans le cadre des mesures requises pour renforcer la communication en matière de risques et améliorer les pratiques d'évaluation comptable. Les problèmes d'agence engendrés par le développement des produits financiers structurés, qui appellent notamment des changements dans le rôle et l'utilisation des notations de crédit, sont passés en revue dans un article qui analyse comment ces problèmes sont abordés dans le cas spécifique des *Collateralised Loan Obligations* (CLO – Titres de créance garantis par des prêts). Enfin, la nécessité de dispositifs solides pour gérer les crises est illustrée par un article examinant à quelles conditions plusieurs pays pourraient accepter de partager la charge d'une crise affectant un grand groupe bancaire transfrontier présentant des risques systémiques.

La deuxième section de la présente FSR analyse la résistance des infrastructures financières, étant donné que l'interdépendance croissante qui s'est développée entre les différents systèmes de paiement et de règlement pourrait constituer un canal de contagion. Comme l'illustre un article de cette section, ces systèmes ont bien résisté aux turbulences qu'ont connu les marchés en 2007 et au premier trimestre de 2008. Si cette fiabilité est rassurante, elle ne doit cependant pas être considérée comme acquise. Avec la présence en Belgique de deux plates-formes internationales majeures, Euroclear SA et SWIFT, la BNB considère l'*oversight* de la capacité de résistance des infrastructures financières comme une composante clé de sa surveillance des conditions de stabilité financière. Les lignes de force de cette surveillance sont développées dans deux autres articles de la deuxième section, tandis que le dernier article de cette section présente les principales caractéristiques et leçons à tirer d'un exercice de simulation de crise financière mené en Belgique à la fin de 2007, avec la participation de la BNB, de la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) et du ministère des Finances. En effet, la capacité à gérer une crise doit être évaluée non seulement au niveau des institutions et des infrastructures financières, mais également en ce qui concerne les autorités. Le résultat de cet exercice national est conforme à celui des tests similaires qui ont été réalisés par l'ensemble des banques centrales de l'Eurosystème ou conjointement par les banques centrales, les autorités de contrôle prudentiel et les ministères des Finances de tous les États membres de l'UE.

Un des principaux objectifs des efforts collectifs, tant privés que publics, actuellement consentis pour renforcer la stabilité du secteur financier devrait être d'atténuer les facteurs contribuant aux évolutions procycliques observées dans le système. Des positions présentant des risques exagérés sont accumulées durant les périodes de conditions économiques favorables – caractérisées par une hausse des prix des actifs, une croissance vigoureuse des crédits, des positions de solvabilité apparaissant comme solides et de faibles risques de crédit – puis sont dénouées, souvent de manière désordonnée, au cours de périodes de tensions financières, avec des effets secondaires potentiels sur d'autres secteurs de l'économie. Étant donné que ces effets procycliques peuvent avoir pour cause certaines spécificités des normes comptables, des réglementations portant sur la solvabilité, des stratégies d'arbitrage entre réglementations ou des outils de gestion des risques se référant aux données du passé, la diminution du risque de procyclicalité et la surveillance qu'il nécessite impliquent une approche multidisciplinaire. Cela signifie en particulier que les autorités de surveillance micro-prudentielle et macro-prudentielle devraient échanger des informations et des évaluations relatives aux risques encourus tant au sein qu'en dehors des institutions financières soumises à réglementation.

L'étroite coopération mise en place entre la Banque et la CBFA dans la surveillance de la situation de liquidité du secteur bancaire belge depuis le début de la crise en août 2007 constitue une autre illustration de collaboration croisée réussie entre les banques centrales et les autorités de contrôle prudentiel. Cette coopération a été grandement facilitée par les travaux conjoints entrepris dans le cadre des tests de stress de liquidité dans les principaux établissements de crédit, réalisés pour la première fois en 2006.

Bruxelles, juin 2008

Synthèse

1. Examen des déterminants de la stabilité du système financier belge

1.1 Secteur bancaire

Plusieurs années de faible volatilité sur les marchés financiers, de primes de risque de crédit et de liquidité étriquées et de conditions de marché généralement favorables pour les institutions financières ont brutalement pris fin au cours de l'été 2007, lorsque des défaillances plus nombreuses que prévu sur des prêts hypothécaires *subprime* récemment octroyés aux États-Unis ont provoqué une crise sur les marchés monétaires et du crédit à l'échelle mondiale. Étant donné que deux tiers des prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis avaient été financés sur les marchés financiers internationaux par le biais de l'émission de titres négociables, des expositions à cette catégorie d'actifs se sont retrouvées à toutes les

strates du système financier, générant des pertes pour les institutions financières aux États-Unis, en Europe et dans d'autres parties du monde. Nombre de ces réductions de valeur concernaient les tranches de *subprime* RMBS (titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles) et ABS (titres garantis par des actifs) qui avaient affiché les meilleures notations avant le déclenchement de la crise. Toutefois, le niveau d'exposition aux actifs liés aux *subprime* varie de manière significative d'une institution à l'autre. Dans certaines banques américaines et européennes, des positions très importantes ont entraîné de lourdes baisses de valeur et pertes qui ont dû être compensées par des injections de capital afin de renforcer la solvabilité.

En Belgique, les réductions de valeur que les banques ont comptabilisées en 2007 sur les actifs exposés aux prêts hypothécaires *subprime* sont restées modérées tout en étant matérielles. Elles ont surtout concerné des investissements dans les CDO d'ABS liés aux *subprimes*.

TABLEAU 1 RÉDUCTIONS DE VALEUR NETTES SUR ACTIFS FINANCIERS ENREGISTRÉES EN COMPTE DE RÉSULTAT
(données consolidées, en milliards d'euros)

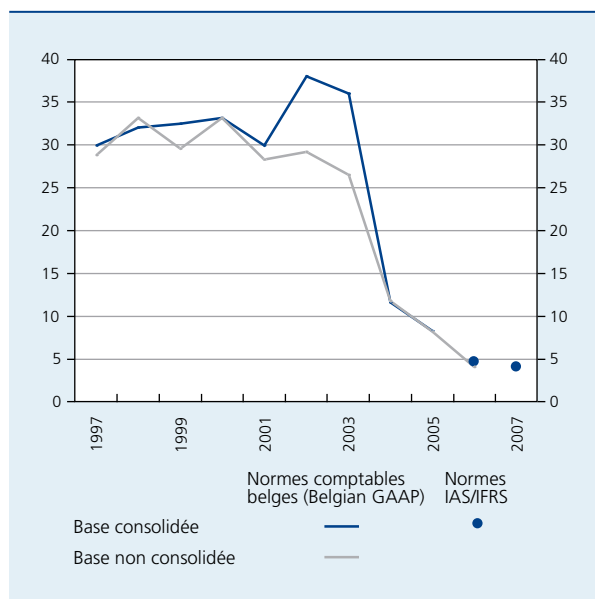
	Réductions de valeur nettes (reprises comprises)	
	2006	2007
Actifs financiers disponibles à la vente	0,00	2,50
Prêts et créances	0,37	0,38
Autres actifs financiers non mesurés à leur juste valeur par le biais du compte de résultats ..	0,00	0,00
Autres réductions de valeur ⁽¹⁾	0,00	0,02
Total	0,37	2,89

Sources: CBFA, BNB.

(1) Ce poste regroupe notamment les réductions de valeur sur immobilisations corporelles, sur biens d'investissement, *goodwill* et autres immobilisations incorporelles, ainsi que les réductions de valeur sur investissements dans des sociétés affiliées ou associées, comptabilisées en application de la méthode de comptabilisation dite « equity method ».

GRAPHIQUE 1 TAUX DE PROVISIONNEMENT POUR PERTES SUR CRÉANCES⁽¹⁾

(points de base)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Le taux de provisionnement pour pertes sur créances correspond au flux net des nouvelles provisions pour pertes sur créances, exprimé en pourcentage de l'encours des créances (un point de base étant égal à un centième de pourcent). Les données pour 2006 et 2007 se rapportent au taux de provisionnement pour la catégorie « Prêts et Créances » selon les normes comptables IAS/IFRS.

Ces réductions de valeur sur titres de créance expliquent pour l'essentiel les 2,5 milliards de pertes supplémentaires que le secteur bancaire belge a dû comptabiliser l'année dernière dans ses comptes de résultat au titre des réductions de valeur sur actifs financiers ; les nouvelles créances irrécouvrables sur les autres portefeuilles sont demeurées proches du niveau historiquement bas atteint en 2006 (Tableau 1 et Graphique 1). Les comptes trimestriels publiés par les principaux groupes de bancassurance pour les trois premiers mois de 2008 font état de réductions de valeur supplémentaires sur les actifs liés aux *subprimes*, mais confirment aussi que les pertes de crédit sur le reste du portefeuille sont restées très limitées.

Les conséquences de ces défaillances dans un sous-segment à haut risque du marché hypothécaire américain ont cependant largement dépassé l'impact négatif sur les seuls institutions financières et investisseurs ayant une exposition directe sur les actifs adossés à des *subprimes*, car c'est la confiance des investisseurs dans l'ensemble des instruments financiers structurés et des cotations y afférentes qui a été érodée par les problèmes liés à ces titres de créance. Les doutes des investisseurs sur la juste valeur et les risques des instruments financiers structurés ont eu des effets négatifs sur la liquidité du marché

secondaire de ces titres. Ces effets ont, en outre, été amplifiés par les difficultés de (re)financement rencontrées par les conduits de papier commercial adossé à des actifs (*ABCP conduits*), les véhicules d'investissements structurés (*Structured Investment Vehicles – SIV*) et les fonds spéculatifs (*hedge funds*), ce qui s'est traduit par des replis marqués des cours de marché de nombreux produits de finance structurée. Ces baisses ont souvent été générées par des vagues de cessions d'actifs de la part d'investisseurs obligés de liquider une partie de leurs investissements financiers structurés. Elles ont entraîné de fortes décotes par rapport à la valeur basée sur les « facteurs fondamentaux », calculée sur la base des cash-flows escomptés dans une perspective de conservation de ces titres jusqu'à l'échéance.

L'exposition totale du secteur bancaire belge aux produits de finance structurée, y compris sous la forme de *produits dérivés*, s'élevait à quelque 80 milliards d'euros à la fin de 2007, sur la base des données publiées par les principaux groupes de bancassurance. Ceci correspond à environ 5 p.c. du total du bilan du secteur.⁽¹⁾ Étant donné que les banques belges détiennent la majeure partie de leurs titres de créance dans des portefeuilles comptabilisés selon les normes IAS/IFRS qui prévoient que les actifs financiers doivent être évalués tous les trimestres sur la base de leur juste valeur, les replis précités des cours des instruments financiers structurés ont affecté la valeur comptable de ces catégories de titres dans les portefeuilles de valeurs mobilières à revenu fixe des banques belges. Le montant de ce portefeuille était de 296,2 milliards d'euros (18,8 p.c. du total des actifs) à la fin de 2007. Les titres à revenu fixe émis par des gouvernements (un peu moins de la moitié) et par des institutions de crédit (27 p.c.) représentaient ensemble environ les trois quarts de ce total. La baisse de la juste valeur des titres garantis par des actifs et des titres financiers structurés n'en a pas moins contribué à réduire l'encours des gains ou pertes en capital non réalisés sur les actifs financiers disponibles à la vente (AFS), qui sont intégrés directement dans les fonds propres sans passer par le compte de résultat. Ceux-ci sont passés d'un gain net non réalisé de 2,8 milliards d'euros à la fin de 2006 à une perte nette non réalisée de 0,6 milliard d'euros à la fin de 2007 (équivalent à 0,3 p.c. de la valeur de marché de l'encours des actifs AFS). Certaines de ces réévaluations de titres à la baisse pourraient en définitive être annulées si l'application d'une comptabilisation à la valeur de marché en période d'illiquidité sur les marchés secondaires s'est traduite par un enregistrement de prix artificiellement bas comme juste valeur de certains titres AFS.

(1) Pour le groupe Dexia, ces données ne couvrent que Dexia Banque Belgique.

Cette évolution négative de la juste valeur des titres à revenu fixe en 2007 n'a pas affecté les coefficients de solvabilité réglementaires car ces changements dans les gains et pertes non réalisés sur titres AFS ne sont pas pris en compte dans le calcul du capital réglementaire, du fait de l'application des filtres prudentiels. Le graphique 2 indique que le coefficient de solvabilité réglementaire du secteur bancaire belge s'élevait à 11,2 p.c. à la fin de 2007, au-dessus du minimum de 8 p.c. Le bénéfice net s'est aussi maintenu à un niveau élevé (6,7 milliards d'euros), même s'il s'est inscrit en recul par rapport au niveau exceptionnellement élevé enregistré en 2006. Cette bonne tenue de la rentabilité et de la solvabilité face à des développements défavorables inattendus dans l'environnement opérationnel semble montrer que les banques belges se sont assez bien comportées lors des changements survenus au second semestre de 2007 dans les conditions d'exploitation.

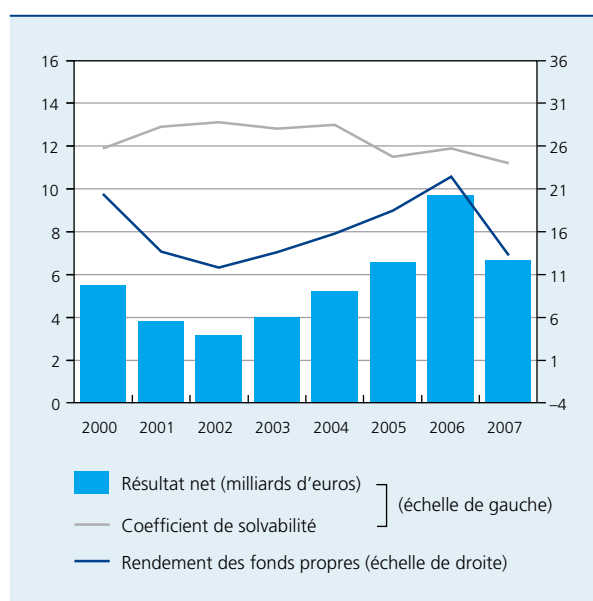
Cette conclusion vaut également en ce qui concerne la résistance du secteur bancaire belge aux perturbations sans précédent observées, pendant cette période, sur les marchés interbancaires et de financement de gros. Ces perturbations sur les marchés financiers internationaux ont été déclenchées tant par les ondes de chocs de liquidité qui ont été transmises par les conduits d'ABCP et les SIV aux banques ayant consenti des lignes de liquidité à ces véhicules de placement hors bilan, que par la crise sur les marchés de titrisation primaires, qui a empêché

les établissements de crédit d'écouler des prêts sur les marchés des capitaux. Faisant planer une hypothèque sur leur liquidité et leurs réserves en capital, les craintes liées à une possible expansion inattendue des bilans ont incité les banques à thésauriser des liquidités à court terme et les ont rendues nettement plus réticentes à l'idée de réinvestir leurs fonds sur le marché monétaire à long terme, même dans le cadre de leurs activités de prêts interbancaires. Ces pressions sur les marchés interbancaires ont nécessité à leur tour des interventions exceptionnelles des banques centrales.

Le secteur bancaire belge n'a pas comme tel eu à faire face à d'importantes fuites de liquidité, même si certaines institutions ont éprouvé plus de difficultés à renouveler ou à refinancer leurs positions habituelles et à obtenir un nouveau financement de gros à moyen ou à long terme à des conditions raisonnables. Sur le marché monétaire, les financements non garantis ont été assortis de taux supérieurs et d'échéances plus rapprochées. Par ailleurs, en ce qui concerne le segment garanti du marché, dans lequel le financement est obtenu par le biais de contrats de mise en pension de titres, des valeurs précédemment considérées comme très liquides – dont certains produits de crédit structuré – se sont avérées inutilisables comme nantissement dans les transactions garanties sur le marché monétaire. La crise et l'aversion aux risques afférents aux dettes des institutions financières ont accru le coût de financement associé à l'émission de titres à moyen ou à plus long terme. Les véhicules parrainés par des banques ont éprouvé davantage de difficultés à renouveler le papier commercial venant à échéance, mais les montants concernés sont restés gérables, car l'exposition des banques belges à ces instruments hors bilan était mesurée quand la crise a éclaté et n'impliquait pas d'engagements vis-à-vis de SIV.

C'est donc principalement de manière indirecte que la liquidité et la position de financement de certaines banques belges ont été affectées par les récents événements, qui se sont traduits par une perte généralisée de confiance sur les marchés financiers. Ces événements sont en effet apparus comme une crise générale de liquidité affectant l'ensemble du marché et, dans ce contexte, plusieurs caractéristiques de la position initiale de liquidité des banques se sont avérées des déterminants essentiels de leur vulnérabilité aux événements récents. En moyenne, les institutions ayant de plus grands écarts d'échéances entre leurs actifs et leurs passifs, des volants de liquidité plus réduits, un profil de financement davantage orienté sur le marché de gros et un moindre accès à un ensemble diversifié de sources de financement ont été plus affectées. A cet égard, pour de nombreuses banques belges, la détention d'un important portefeuille de titres

GRAPHIQUE 2 RENTABILITÉ ET SOLVABILITÉ
(données consolidées, pourcentages, sauf indication contraire)



Sources : CBFA, BNB.

pouvant servir de réserve de liquidité susceptible d'être mobilisée par le biais de transactions repo garanties ainsi que le niveau relativement élevé du financement obtenu sur le marché de détail ont constitué autant de facteurs de résistance aux problèmes de liquidité.

En résumé, l'examen des activités et de la situation financière des banques belges en 2007 montre que les incidences de la crise financière en termes de pertes de crédit et de pressions sur la liquidité sont restées limitées en 2007, largement en deçà des fortes tensions auxquelles certaines autres institutions financières européennes ou américaines ont eu à faire face. Néanmoins, les développements durant les premiers mois de cette année confirment que l'environnement opérationnel en 2008, voire au-delà, devrait rester assez difficile pour les institutions financières, même si la menace d'un processus de désendettement désordonné semble s'être éloignée grâce à l'opération de sauvetage de Bear Stearns menée à la mi-mars 2008 et si les pertes attendues sur les expositions aux actifs adossés à des *subprimes* semblent désormais largement provisionnées (après trois trimestres de réductions de valeur). Sur fond de fort ralentissement économique aux États-Unis et de craintes en ce qui concerne la croissance dans d'autres régions du monde, il est en effet probable que le système financier mondial doive maintenant faire face à des conditions de marché beaucoup moins propices à une croissance des revenus et à un ralentissement plus classique du cycle du crédit. L'ampleur de l'onde de choc transmise à d'importants intermédiaires du système financier et les ajustements qui ont lieu ou pourraient avoir lieu sur plusieurs marchés

immobiliers nationaux risquent, au surplus, d'accentuer et de prolonger ce ralentissement.

Dans une évaluation nettement plus prospective des facteurs pouvant affecter la stabilité financière, il semble vraisemblable que le système bancaire belge sera aussi confronté à un environnement opérationnel moins favorable que celui observé au cours de ces dernières années, environnement qui, à de nombreux égards, s'était révélé très positif, que ce soit en termes d'évolution des cours des actifs financiers, de croissance économique ou de montants des pertes de crédit. La retarification des risques récemment effectuée par les banques devrait avoir un impact positif sur la rentabilité des nouvelles opérations de crédit, mais risque, dans le même temps, de contribuer à un retournement du cycle du crédit sur nombre de marchés d'actifs financiers durant l'année en cours, de sorte que les banques devront probablement reconnaître davantage de pertes de crédit dans leur compte de résultat de 2008. Dans cette perspective, l'examen des déterminants de la stabilité du système financier de la première partie de la FSR passe en revue les deux principales sources d'exposition au risque de crédit dans le système bancaire belge, à savoir un volume élevé de prêts bancaires (62 p.c. du total des actifs) et un important portefeuille de titres à revenu fixe.

Cet examen confirme la composition généralement bien diversifiée du portefeuille de prêts (Tableau 2), qui se concentre, en outre, essentiellement dans des catégories de risque associées à de faibles probabilités de défaillance. La répartition géographique des importantes créances sur

TABLEAU 2 VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE PRÊTS⁽¹⁾
(données consolidées)

	Milliards d'euros		Pourcentages du total	Ventilation par résidence de la contrepartie (pourcentages du total)		
	2006	2007		Belgique	Zone euro	Reste du monde
Établissements de crédit	285,7	320,8	32,5	1,5	15,9	15,2
Sociétés	260,9	313,5	31,8	9,8	8,7	13,3
Particuliers	260,1	276,2	28,0	15,3	10,5	2,1
Administrations publiques centrales	11,4	16,4	1,7	1,0	0,2	0,5
Institutions non bancaires ⁽²⁾	58,6	60,1	6,1	3,1	0,8	2,2
Total	876,7	987,0	100,0	30,6	36,1	33,3

Sources: CBFA, BNB.

(1) Le total inclut le montant limité de prêts et créances (39,1 milliards d'euros) qui sont classés en actifs détenus à des fins de transaction.

(2) Cette catégorie de contreparties comprend, entre autres, les prêts aux institutions financières autres que les banques et aux pouvoirs publics locaux.

l'étranger – en ce compris celles au travers des produits de dette (structurés) – met cependant en exergue certaines expositions significatives sur le secteur privé, dans des pays où des ajustements s'observent sur le marché du logement (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne et Irlande), des pays où des craintes ont été exprimées à propos du niveau des prix du marché du logement (Pays-Bas, France) ou encore des pays où une croissance soutenue du crédit s'est accompagnée de l'extension de prêts hypothécaires à risque octroyés en devises étrangères (plusieurs pays d'Europe centrale). Les indicateurs les plus récents font aussi état d'un tassement du marché hypothécaire et de l'immobilier résidentiel en Belgique, ainsi qu'il ressort, par exemple, de la stabilisation du montant moyen des nouveaux prêts hypothécaires et du ralentissement progressif de la croissance annuelle des prix de l'immobilier. Cette transition vers un marché moins soutenu dans l'immobilier résidentiel ne soulève pas de préoccupations majeures à ce stade dans la mesure où la croissance vigoureuse observée récemment est allée de pair avec le maintien de politiques de prêt conservatrices et l'absence d'un segment subprime sur le marché hypothécaire en Belgique. La situation financière des ménages belges reste également solide et se caractérise par un niveau d'endettement proportionnellement faible et une importante détention d'actifs financiers.

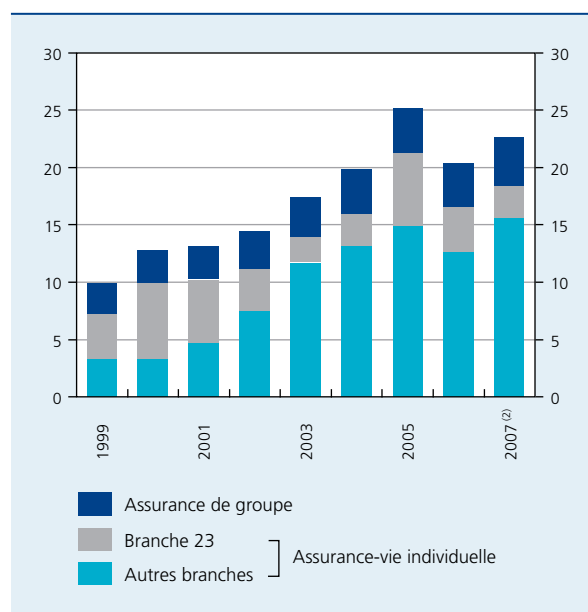
La possibilité de changements de notation dans le portefeuille des prêts des banques belges paraît plus grande dans le cas des crédits aux entreprises et des titres (structurés), même si la plupart des sociétés non-financières en Belgique et dans le reste du monde bénéficient toujours de structures financières robustes suite aux mesures importantes de restructuration des bilans et de rétablissement des marges bénéficiaires observées dans ce secteur après l'éclatement de la bulle sur les marchés boursiers en 2000. Quoique le secteur des entreprises ait continué à bénéficier de hauts niveaux de rentabilité en 2007 tant aux États-Unis qu'en Europe, s'appuyant sur une croissance économique soutenue dans de nombreuses régions du monde, les résultats publiés par les entreprises non-financières pour le premier trimestre de 2008 laissent déjà transparaître l'impact sur les profits du ralentissement économique aux États-Unis, ce qui pourrait être un signe avant-coureur d'une période caractérisée par une évolution beaucoup moins favorable des bénéfices des entreprises non-financières. Ce développement pourrait à son tour contribuer au déficit financier du secteur – c'est-à-dire l'écart négatif entre les ressources de financement internes et les dépenses d'investissement – et creuserait ainsi le besoin de financements externes, exposant dès lors les sociétés à des changements dans les conditions d'endettement sur le marché des prêts bancaires et celui des capitaux.

1.2 Secteur des assurances

La rentabilité du secteur belge des assurances s'est sensiblement améliorée en 2007, par rapport à la période correspondante de 2006, sous l'impulsion d'une forte hausse des revenus de placements comptabilisés dans le résultat non technique. Les compagnies d'assurances ont ainsi consolidé le redressement opéré après 2002, lorsque le climat défavorable sur les marchés boursiers et des coûts d'assurance et opérationnels élevés en pourcentage des primes perçues s'étaient traduits par une perte de 0,8 milliard d'euros pour le secteur dans son ensemble. En 2007, le bénéfice net a atteint 3,8 milliards d'euros.

Les bons résultats du secteur des assurances ont été étayés par la forte croissance des primes d'assurance-vie en 2007 (11 p.c.). Cette progression doit être quelque peu nuancée pour tenir compte de la forte baisse des primes d'assurance-vie en 2006, elle-même consécutive au niveau exceptionnel des primes collectées en 2005 (Graphique 3). Ces évolutions avaient été liées à des glissements d'encaissements qui s'étaient produits entre 2005 et 2006, suite à l'introduction, à partir du 1^{er} janvier 2006, d'une taxe de 1,1 p.c. sur les versements de primes pour les contrats d'assurance-vie individuelle. Comme les ménages avaient anticipé cet impôt en versant des

GRAPHIQUE 3 PRIMES D'ASSURANCE-VIE⁽¹⁾
(données non consolidées, milliards d'euros)



Sources : Assuralia, CBFA, BNB.

(1) Primes encaissées sur les opérations d'assurance directe en Belgique.

(2) Les données pour 2007 sont basées sur une estimation d'Assuralia.

primes additionnelles lors des derniers mois de 2005, pour ensuite réduire leurs paiements en 2006, les résultats nets de 2005 et de 2006 ont été tour à tour gonflés et comprimés artificiellement, par rapport à l'évolution prévisible en l'absence de cette nouvelle mesure fiscale. Comparé au montant annuel moyen des primes collectées durant la période 2004 à 2006 (soit 21,8 milliards d'euros), le taux de croissance s'est néanmoins élevé à 3,7 p.c. en 2007.

Les primes d'assurances non-vie ont augmenté en ligne avec la croissance du PIB nominal en 2007 et ont atteint 9,7 milliards d'euros l'année passée. Le ratio combiné, qui rapporte la somme des coûts d'assurance et opérationnels aux primes, s'est stabilisé à environ 102 p.c. Cette mesure inversée de la rentabilité des activités d'assurance proprement dites (hors revenus de placement) est restée proche de ce niveau au cours des années 2003 à 2007, après avoir dépassé 110 p.c. durant la période 2000 à 2002. La nette amélioration du ratio combiné survenue à partir de 2003 est due à la croissance des primes, à une meilleure maîtrise des coûts et à une gestion plus rigoureuse des risques couverts dans les branches d'assurance déficitaires.

Les compagnies d'assurances belges actives tant en vie qu'en non-vie placent une part significative de leur portefeuille en obligations. A la fin de 2007, celles-ci représentaient 72,4 p.c. du portefeuille total, la proportion des actions et celle des OPC se limitant à respectivement 11,5 et 5,6 p.c. En vue d'accroître le rendement de leurs placements, les compagnies d'assurances ont augmenté, au cours des dernières années, l'importance relative des obligations d'entreprises, celles-ci représentant, à la fin de 2007, 41,5 p.c. de l'encours total des obligations, contre 34 p.c. en 2002. Pour les activités d'assurances exercées par les quatre plus grands groupes de bancassurance au travers de leurs entités établies en Belgique, une enquête de la CBFA a révélé que la part des titres adossés à des actifs et des titres de finance structurée dans l'ensemble du portefeuille titres ne dépassait pas 7,5 p.c. et ne comprenait qu'une exposition négligeable à des titres liés au marché du *subprime*.

En complément de ce type d'investissements effectué dans le cadre des activités traditionnelles des compagnies d'assurances opérant en Belgique, des activités plus spécialisées sont aussi poursuivies au travers de filiales étrangères. Une de ces activités consiste à offrir des garanties financières sur des titres de pouvoirs locaux et des titres adossés à des actifs (*bond insurance*). Cette branche d'assurance a été soumise à de fortes pressions depuis le début de la crise du *subprime*, du fait des assurances-crédit que nombre de ces institutions avaient octroyées sur des tranches de titres, bénéficiant d'une excellente

notation, adossés à des crédits hypothécaires *subprime* ou à d'autres actifs (*subprime backed MBS* ou *ABS CDOs*). Alors que le modèle d'entreprise de ces compagnies spécialisées en assurances sur titres (*monoline bond insurance companies*) reposait traditionnellement sur l'obtention d'une notation AAA, plusieurs de ces compagnies ont vu leur notation déclassée tandis que d'autres ont dû lever du capital pour consolider leur solvabilité.

2. Résistance des infrastructures financières

2.1 Aperçu des activités d'*oversight* de la BNB

La BNB assure la surveillance de nombreuses infrastructures, dont deux systèmes de paiement par carte, un système de paiement brut en temps réel, trois systèmes de règlement de titres (SSS – Securities Settlement System), un système de contrepartie centrale et un prestataire de services – SWIFT. Cette activité de surveillance s'appuie sur une multitude d'accords de coopération internationaux: pour SWIFT, la BNB est l'autorité de surveillance principale (*lead overseer*), avec le support des banques centrales du G-10; pour Euroclear, la BNB coopère étroitement avec le contrôleur prudentiel belge, la CBFA, notamment en tant que *lead overseer* pour la surveillance/supervision d'Euroclear SA (ESA); s'agissant enfin de la surveillance des systèmes de paiement par carte et de TARGET2, des accords de coopération spécifiques ont été conclus au sein de l'Eurosystème.

La surveillance exercée par la BNB sur les systèmes de règlement de titres demeure largement basée sur les standards CPSS-IOSCO. S'agissant de la surveillance de l'ICSD (International Central Securities Depository) d'Euroclear, une attention particulière a été accordée au respect des standards en matière de risques de crédit et de liquidité et aux risques afférents aux liens transfrontaliers entre systèmes de règlement de titres. En 2007, la BNB a intensifié sa coopération avec la CBFA, qui est le contrôleur prudentiel d'Euroclear Banque, opérateur du système de règlement de titres international (ICSD).

La surveillance des systèmes de paiement par carte entre dans une nouvelle phase dans la zone euro, à la suite de la publication, en janvier 2008 par le Conseil des gouverneurs du SEBC, de standards relatifs à l'*oversight* de ce type de système. En 2008, la BNB évaluera le système national belge Bancontact-MisterCash au regard de ces standards et dirigera le groupe des Banques centrales nationales de l'Eurosystème chargé d'évaluer MasterCard Europe sur la base de ces mêmes normes.

En ce qui concerne SWIFT, les *High Level Expectations* (HLE ou Attentes de haut niveau) – qui correspondent aux standards de surveillance utilisés par les banques centrales pour SWIFT – occupent une place centrale dans les activités d'*oversight*. Les HLE servent de base à une auto-évaluation par SWIFT et donnent aux autorités de surveillance un canevas clair et explicite pour évaluer les activités de SWIFT, pour l'établissement de priorités dans les activités de surveillance et pour la structuration du dialogue avec cette société.

2.2 Évaluation d'Euroclear Belgium au regard des Recommandations CPSS-IOSCO

En 2001, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) des banques centrales du G10 et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (*International Organisation of Securities Commissions – IOSCO*) ont publié un ensemble de standards, les *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*. Par ailleurs, en 2003, le CPSS-IOSCO a mis au point une méthodologie d'évaluation des systèmes de règlement sur titres. L'objectif de ces recommandations est de contribuer à la stabilité financière en renforçant ces systèmes de règlement qui sont une composante essentielle de l'infrastructure des marchés financiers.

En tant qu'autorité de surveillance, la BNB a évalué en septembre 2007 les systèmes d'Euroclear Belgium au regard de ces recommandations CPSS-IOSCO. Euroclear Belgium est une filiale de la société holding d'Euroclear, ESA. Les systèmes d'Euroclear Belgium procèdent au règlement des opérations sur actions conclues sur Euronext Brussels et au règlement de certaines transactions de gré à gré. Les résultats de l'évaluation indiquent que ces systèmes sont parfaitement conformes à quinze recommandations et que trois autres (7, 12 et 19) sont « en grande partie rencontrées ». L'opérateur du système envisage de résoudre les questions en suspens dans le cadre de la mise en application de la plate-forme de conservation et de règlement-livraison ESES (Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities), prévue pour novembre 2008.

2.3 Capacité de résistance des infrastructures de paiement et de règlement belges aux turbulences financières en 2007 et au premier trimestre de 2008

Les infrastructures de paiement et de règlement belges ont bien résisté aux turbulences des marchés financiers et ont été en mesure d'opérer de manière sûre et efficace au

cours du second semestre de 2007 et du premier trimestre de 2008.

Les limites de la capacité opérationnelle de ces infrastructures n'ont pas été atteintes. Aucun risque de contagion n'a été observé entre les systèmes de paiement et de règlement et il ne s'est pas avéré nécessaire de mettre en œuvre des mesures d'urgence exceptionnelles. Les procédures de gestion des risques et une bonne surveillance de l'évolution du marché ont permis aux systèmes de faire face aux défis auxquels ils ont été confrontés.

La crise sur les marchés a cependant entraîné certains changements dans le comportement des participants, notamment en ce qui concerne la mobilisation et le recours aux garanties. Les participants au système ELLIPS ont massivement accru le montant des garanties qu'ils ont déposées auprès de la BNB. Ce mouvement s'est traduit par une hausse parallèle des limites de crédit auprès de la banque centrale. Dans le même temps, les valeurs déposées auprès de la BNB à titre de nantissement se sont fortement diversifiées, avec notamment une part croissante de titres garantis par des actifs.

2.4 Évaluation et enseignements tirés du premier exercice de simulation de crise financière en Belgique

En février 2007, le Comité de Stabilité financière (CSF) a décidé d'organiser, pour la première fois en Belgique, un exercice de gestion de crise financière auquel participeraient la BNB, la CBFA et le Ministère des Finances.

Cet exercice s'est déroulé le 30 novembre 2007 et a simulé une crise financière déclenchée par une fraude dans un groupe bancaire fictif, dont la structure avait été, par soucis de réalisme, copiée sur celle d'un groupe bancaire exerçant ses activités en Belgique. L'objectif de cet exercice était de vérifier le fonctionnement du cadre mis en place par chacune des autorités participantes pour faire face à une crise financière, et l'efficacité des procédures de coordination établies entre ces trois autorités par le biais de protocoles d'accord (*memorandum of understanding*).

Malgré ses limites, l'exercice a permis aux autorités participantes de tirer de précieux enseignements. Ainsi, il a confirmé qu'il était important de disposer d'un cadre de gestion de crise complet et bien structuré. Il a permis de tester les *memorandum of understanding* nationaux, il a rappelé aux autorités l'importance d'une bonne communication des informations, ainsi que la nécessité de disposer de structures de gestion de crise au niveau international.

Enfin, il a mis en exergue la nécessité, pour ces mêmes autorités, de mettre au point une approche commune en termes de stratégie de communication externe. Cet exercice et ses enseignements ont permis de définir une série de recommandations pratiques destinées à renforcer la structure de gestion de crises financières en Belgique. Celles-ci ont été approuvées par le CSF et communiquées à chacune des institutions participantes.

L'article contient un encadré relatif aux modalités de coopération adoptées par les autorités belges compétentes dans le domaine de la gestion de crise.

3. Articles thématiques

3.1 Partage des coûts des crises financières : éviter de mettre la charrue avant les bœufs

Le problème de l'éventuel partage des coûts d'une crise financière (« *burden sharing* ») a récemment attiré l'attention des autorités. Un accord de partage des coûts peut être défini comme un contrat entre pays portant sur le partage des charges induites par une crise, soit sur la base de critères précisés au préalable (contrat relatif à un « mécanisme » de partage des coûts) soit sur la base d'un système à déterminer ex-post (contrat relatif à un « principe » de partage des coûts). L'article précise certaines conditions à remplir pour assurer le succès d'un tel accord de partage.

Ces conditions sont structurées autour de trois axes. Comme première condition de base, il faut que le cadre institutionnel garantisse un degré suffisant de confiance entre les signataires de l'accord de partage des coûts. Ensuite, le cadre général de gestion des crises doit répondre à certaines conditions. Les autorités doivent plus particulièrement s'accorder sur l'objectif général de la gestion de crise et prévoir un mécanisme garantissant qu'en cas de crise, les signataires arrêtent une opinion commune sur le mode de résolution de crise à mettre en œuvre. Enfin, l'accord de partage des coûts doit respecter certaines conditions, qui ont trait à la légalité de l'accord, à la possibilité de contraindre les signataires à transférer effectivement des fonds calculés conformément aux termes de l'accord ou à la compatibilité entre l'objectif de l'accord de partage des coûts et le cadre institutionnel. Dans ce contexte, l'article établit une distinction entre un cadre qui permet la mise en œuvre d'une politique de résolution optimale et un cadre dans lequel cela s'avère impossible. L'article défend l'idée qu'un accord sur un « mécanisme » de partage des coûts peut être atteint dans le premier cas, mais pas dans le second, où seul un accord portant

sur un « principe » de partage des coûts pourra être obtenu.

Ces conditions ne sont pas encore entièrement satisfaites à l'heure actuelle dans l'Union européenne. Elles établissent cependant un bon agenda pour de futures initiatives réglementaires. A cet égard, l'amélioration de la coopération et, plus particulièrement, l'examen des possibilités de mise en place d'un cadre permettant d'arrêter une opinion commune en matière de résolution de crise, semblent être les points principaux sur lesquels les autorités devraient concentrer leurs efforts. En outre, les autorités désireuses de négocier un accord de partage des coûts doivent tenir compte du cadre institutionnel prévalant aujourd'hui en Europe, qui ne permet de conclure que des contrats relatifs à un « principe » de partage des coûts. Il en ira ainsi aussi longtemps qu'aucun cadre n'aura été mis en place permettant d'imposer l'adoption d'une politique optimale de résolution d'une crise.

3.2 Transparence des activités bancaires

Au cours des années récentes, un accent accru a été mis sur la transparence des activités bancaires par le biais d'un nouveau cadre réglementaire et de nouvelles règles comptables. Ces initiatives ont été motivées par la complexité croissante du système financier, qui rend le monde bancaire plus opaque. Ces derniers mois, la crise des *subprimes* a mis la question des obligations de divulgation d'informations dans le secteur bancaire à l'avant-scène des préoccupations. Alors que la difficulté d'évaluer des instruments complexes dans un environnement volatil caractérisé par de faibles niveaux de liquidité soulève déjà en soi un problème de transparence, certaines banques ont également été critiquées pour leur manque de transparence en ce qui concerne leurs expositions aux *subprimes* et pour la lenteur avec laquelle elles ont communiqué le niveau des baisses de valeur et des pertes au début de la crise. Par voie de conséquence, il pourrait être nécessaire de renforcer les exigences imposées aux banques en matière de divulgation de leurs techniques d'évaluation et de leurs pratiques comptables.

L'article considère diverses questions portant sur le concept de transparence bancaire. Après un examen général des implications de la transparence en matière de stabilité financière, il synthétise deux récentes normes réglementaires ayant eu un impact sur les obligations de divulgation des banques, le troisième pilier de l'accord de Bâle II et les *International Financial Reporting Standards* (IFRS – Normes internationales de publication d'informations financières). Il aborde également la récente crise du crédit à la lumière des arguments en matière de trans-

parence. Il examine plus spécifiquement l'impact qu'ont pu avoir sur l'ampleur de la crise les différences dans les politiques de communication des banques. Enfin, il met en exergue certaines des suggestions récentes d'amélioration des pratiques réglementaires et de marché en cette matière.

3.3 Problèmes d'agence dans la finance structurée : l'exemple des CLOs en Europe

La crise actuelle sur les marchés du crédit a suscité un débat sur les avantages de la titrisation et la viabilité du modèle « *originate and distribute* » dans le système bancaire. Cette crise a trouvé son origine dans les problèmes liés à la titrisation des prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis, mais s'est rapidement étendue à l'ensemble du système financier suite au recours extensif à des véhicules hors bilan. Ceci a amené certains observateurs de marché à émettre l'opinion que le processus de titrisation était fondamentalement défectueux et qu'il existait des incitants pervers à tous les maillons de la chaîne. Ce constat semble suggérer que des comportements imprudents pourraient aussi avoir été adoptés lors de la titrisation d'autres catégories d'actifs, comme les prêts à effet de levier.

L'article examine la titrisation de ces prêts à effet de levier et, plus spécifiquement, les éventuels problèmes liés aux incitants dans le cadre de la gestion des *Collateralised Loan Obligations* (CLOs – Titres de créance garantis par des prêts). Les CLOs sont le principal type de *special purpose vehicles* (structures de titrisation) utilisés sur le marché des prêts à effet de levier, et leurs gestionnaires semblent avoir un impact considérable sur les performances de ces titres. L'article analyse les problèmes d'incitants et d'agence auxquels sont confrontés les gestionnaires de CLOs ainsi que les mécanismes qui ont été mis en place pour les atténuer.

L'article montre que des problèmes d'agences se posent effectivement dans la gestion des CLOs et il met en exergue leurs différentes dimensions. Il décrit également les obligations imposées pour remédier aux distorsions possibles. Tout en posant que ces mécanismes se montrent relativement efficaces, l'étude révèle certaines lacunes susceptibles de permettre aux gestionnaires de mettre en œuvre des stratégies néfastes pour les investisseurs. L'article soulève plus spécifiquement des questions sur les mécanismes régissant le risque global des portefeuilles, appelés tests de portefeuille, et sur l'efficacité du risque de réputation comme facteur de discipline. Ces deux problèmes doivent être abordés en tenant compte des conditions de marché favorables observées jusqu'à l'été

2007, conditions qui n'ont pas permis, à tout le moins jusqu'à présent, de procéder à un stress-test des CLOs ou d'opérer une différenciation entre gestionnaires.

Le constat fait dans l'article que les participants de marché reconnaissent généralement eux-mêmes les conflits d'intérêt potentiels et s'efforcent de prendre des mesures pour y remédier suggère une voie prometteuse pour l'évaluation future des marchés de titrisation. Chaque participant pourrait être requis de divulguer les conflits d'intérêt qui l'affectent et les mesures prises pour les résoudre. Cette auto-évaluation pourrait utilement contribuer à améliorer le fonctionnement des marchés de titrisation et la discipline de marché.

3.4 Mesure du risque de défaillance dans les portefeuilles d'actifs détenus à des fins de transaction

Outre l'exigence de 1996 en matière de fonds propres pour couvrir les risques de marché, les régulateurs ont récemment proposé une nouvelle exigence en matière de capital destinée à faire face aux risques de défaillance présents dans les portefeuilles d'actifs détenus à des fins de transaction (*trading book*). Cette décision a été motivée à la fois par des préoccupations liées à l'augmentation du risque de défaillance présent dans ces portefeuilles, par la volonté d'encadrer la mise au point d'outils mieux adaptés à la reconnaissance de ces risques et par le souci de réduire les distorsions en matière d'incitants qui peuvent être générées par des différences dans le traitement réglementaire de types de risque similaires dans les portefeuilles détenus, respectivement, à titre de placement et de transaction.

L'article décrit d'abord l'actuel traitement réglementaire du risque de marché et les propositions de nouvelles réglementations destinées à instituer une exigence de fonds propres pour faire face aux risques de défaillance. Un aspect important de ces propositions est que les normes en matière de fonds propres destinées à couvrir le risque de défaillance dépendent de la liquidité des marchés des titres comportant un tel risque. L'article aborde ensuite la manière dont les modèles standards de risque de défaillance – qui généralement, ne tiennent pas compte de la gestion active des positions dans les portefeuilles détenus à des fins de transaction – peuvent être adaptés pour prendre en compte les caractéristiques spécifiques de ces portefeuilles. Enfin, par le biais de simulations, l'article illustre les effets potentiels de la liquidité sur les besoins en fonds propres pour couvrir le risque de défaillance dans ces portefeuilles de transaction, et les compare avec les effets d'un changement de qualité du crédit.

Les nouvelles règles applicables aux risques de défaillance sur le portefeuille de transaction ont pour objectif de renforcer la résistance des banques face aux pertes. L'expérience de la récente crise indique cependant que même si ces nouvelles règles avaient déjà été mises en œuvre, il est probable qu'elles n'auraient pas couvert certaines des pertes sur ces portefeuilles. Ce constat laisse à penser qu'il conviendrait d'améliorer l'évaluation des différents types de risques présents dans les portefeuilles de transaction, y compris les types de risque ayant induit les pertes actuelles, comme le risque de changement de notations. En effet, le Comité de Bâle est actuellement en train d'examiner comment étendre la portée des règles actuellement proposées pour les risques de défaut afin d'inclure d'autres risques pouvant affecter les portefeuilles de transaction.

Éditeur responsable

P. PRAET

Directeur

Banque nationale de Belgique

Boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact

Th. TIMMERMANS

Chef du département Stabilité financière

Tél. +32 2 221 44 71 – Fax +32 2 221 31 04

thierry.timmermans@nbb.be

© Illustrations : Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en pages : BNB TS – Prepress & Image

Publié en juin 2008