

12 mars 2008

Flash Infos HDF

La crise du crédit - Acte III

Les ventes massives sur l'ensemble des instruments de crédit se sont accélérées depuis mi-février pour de multiples raisons, techniques ou fondamentales.

Mais, au cours de ces dernières semaines, c'est la nécessité vitale pour les banques de restaurer leurs ratios réglementaires qui génère une véritable panique sur les marchés du crédit. Les départements de financement ont pour consigne de réduire par tous les moyens leurs engagements sur des instruments auxquels les banques sont déjà trop exposées. Ainsi, les conditions de financement offertes par les banques aux investisseurs endettés (levier) ont été fortement dégradées.

Par ailleurs, les agences de notation révisent leurs scénarii, réévaluent les produits structurés (CDO, CPDO, CLO), et annoncent des «downgrades» massifs. Ceux-ci entraînent le démontage des structures que les investisseurs finaux sont contraints de vendre. Alors que les acheteurs de produits structurés représentaient 70% de la demande sur le marché du «high yield» et des «loans» début 2007, ces investisseurs sont en train de passer vendeurs et les conséquences sont sévères (cf. [Flash Infos HDF d'août 2007](#)).

A cela s'ajoute l'accumulation de mauvaises nouvelles macro économiques (chômage US, marché immobilier) et micro économiques (risques sur les réassureurs de crédit «monolines», pertes des banques), qui amplifient les craintes de récession et de forte remontée des taux de défaut.

L'aversion au risque des intervenants atteint des niveaux extrêmes, avec pour résultat un fort écartement des spreads de crédit.

Ainsi les spreads des obligations des agences d'état américaines (Fannie Mae et Freddie Mac) par rapport aux Treasuries, qui évoluaient depuis 15 ans entre -20 pbs et +45 pbs (LTCM en 1998), ont atteint 70 pbs la semaine dernière. Les obligations d'entreprises européennes sont fortement touchées avec un spread «Crossover» qui passe de 470 pbs à 600 pbs en février. Les indices ABX (MBS subprimes) s'effondrent littéralement.

La combinaison «deleveraging» et «credit crunch» est malsaine, et toutes considérations de valeur intrinsèque, de prime de risque ou de probabilité de défaut sont ignorées: il faut vendre à tout prix dans un marché où les acheteurs se font rares.

Dans ce contexte, certains hedge funds intervenant sur les marchés du crédit font face à de sérieuses difficultés essentiellement liées au financement de leurs positions. Les baisses de prix diminuent la valeur des actifs mis en nantissement de leur levier et génèrent des appels de marge de la part des prêteurs. Les paiements de ces appels de marge doivent être honorés au jour le jour par les fonds en utilisant leurs liquidités disponibles. Si celles-ci sont insuffisantes, les gérants sont contraints de vendre graduellement leurs actifs. Toutefois, et heureusement, en maintenant un niveau de liquidités disponibles plus élevé depuis le début de la crise, la plupart des hedge funds arrivent à faire face à ces appels de marge.

Les difficultés apparaissent surtout lorsque les contrats de financement à terme (de quelques mois à plusieurs années) doivent être renégociés, car les nouvelles conditions proposées par les «prime brokers» ou autres prêteurs sont fortement dégradées. Les banques forcent parfois la liquidation de positions qu'elles financent. En effet, tous les contrats de financement prévoient la capacité pour les banques de saisir dans certains cas les actifs nantis. L'un de ces cas est lié à la dégradation du prix de ces actifs: si le prix baisse en deçà d'un niveau prédéterminé, le financement peut être stoppé et les actifs sont saisis (NAV triggers).

C'est là qu'un cercle vicieux peut s'enclencher. Des rumeurs font état de valorisations de nantissements «poussées» à la baisse par certains banquiers prêteurs qui profitent de l'illiquidité et de l'opacité actuelle du marché pour s'emparer d'actifs souvent de bonne qualité à prix bradés. Ils déclenchent ainsi des procédures (close-out) qui leur permettent de mettre un terme au financement en cours. Les actifs sont ensuite conservés par les banques ou bien, pour les banques dont la priorité est d'alléger leurs bilans, cédés au mieux sur le marché.

HDF

Particulièrement depuis le début de 2007, les équipes d'HDF Finance ont accordé un soin particulier à vérifier les conditions de financement de nos fonds sous-jacents, c'est-à-dire la stabilité des nantisements requis et la maturité des emprunts. Nous avons passé entre octobre 2007 et février 2008 des ordres de vente sur les fonds qui nous semblaient les plus exposés. Il s'agit de fonds intervenant sur les stratégies «Long-Short Crédit» et «Arbitrage de Structure du Capital» qui peuvent potentiellement souffrir des problèmes de financement actuels malgré une exposition nette neutre au crédit. En raison des conditions de liquidité imposées par ces fonds (lock-up ou préavis de sortie), ces ventes seront effectives pour leur plus grande majorité à l'horizon de la fin mars 2008.

Les nombreuses mesures prises depuis 8 mois par les banques centrales et la toute récente annonce de la FED de mise à disposition des banques de 200 milliards de dollars supplémentaires en contrepartie de crédits hypothécaires de seconde catégorie, reflète la gravité de la situation des banques et du système financier occidental en général, mais également la volonté des autorités à intervenir pour y faire face. Nous estimons qu'un rebond durable des marchés d'actions ne peut passer que par une amélioration de la situation des établissements financiers et une stabilisation du marché du crédit.

Votre contact commercial habituel HDF se tient à votre disposition pour tout renseignement complémentaire.

<http://www.hdf-finance.fr>

01 44 17 12 34

investorsrelations@hdf-finance.fr