

22 Septembre 2008

## Flash Infos HDF

### Conséquences des mesures concernant le secteur financier et les ventes à découvert

Les autorités ont pris un certain nombre de mesures destinées à consolider le système financier international. Que pensons-nous de ces mesures ?

#### 1) Au sujet de l'interdiction des ventes à découvert « naked », c'est-à-dire n'ayant pas au préalable fait l'objet d'emprunts de titres

Tout ce qui permet de réduire les excès est une bonne chose, et nous estimons que l'interdiction de la vente à découvert « nue » y participe.

- Cette interdiction est surtout destinée à rendre la situation plus difficile aux vendeurs de titres qui avaient l'habitude de déboucler leur position vendeuse dans la journée, et qui n'avaient donc pas besoin d'emprunter avant de vendre.
- Egalement, cette mesure a pour conséquence de s'assurer que le volume des ordres de vente reste inférieur au volume des titres en circulation, ce qui est la moindre des choses. Cette mesure aurait pu être prise il y a longtemps déjà.

Cette mesure devrait contribuer à réduire les ventes à découvert spontanées, décidées dans l'urgence, et donc devrait contribuer au retour de la rationalité dans les marchés.

Ce type de traders à très court terme sur les actions, gênés par cette interdiction, est peu présent voire absent de nos portefeuilles.

#### 2) Au sujet de l'obligation de communiquer ses positions vendeuses à découvert

Certaines autorités de marché réfléchissent à imposer aux gérants de communiquer leurs positions courtes au delà d'un certain seuil et au bout d'une certaine durée. Nous estimons que ces mesures apportent de la transparence, contribuent à réduire les excès et à augmenter la rationalité des marchés.

#### 3) Au sujet de l'interdiction de vendre des actions de financières à découvert

Vendredi dernier, les autorités américaines, anglaises et françaises ont interdit pour une période limitée les ventes à découvert des actions des financières, même si celles-ci ont fait l'objet d'emprunts de titres.

En attendant de connaître avec plus de précision les modalités pratiques de ces interdictions, nous pouvons dire aujourd'hui que :

- **Nos portefeuilles sont en ce moment peu exposés directement à cette mesure.** La volatilité sur les titres des financières a augmenté fortement ces derniers mois. Les valeurs financières avaient

déjà connu de forts rebonds en mars et en juillet dernier, à l'occasion des diverses mesures de soutien des autorités. A ces bas niveaux de valorisation, certains de nos gérants envisageaient plutôt se porter acheteurs des valeurs financières. **Nous estimons donc que les positions nettes vendeuses de nos portefeuilles sur les financières sont aujourd'hui peu importantes.** Nos gérants peuvent être plus gênés par la forte volatilité irrationnelle des marchés que spécifiquement par cette interdiction de vente à découvert sur les valeurs financières.

- **Nous estimons que cette mesure est une bonne mesure.** En effet, nous comprenons que la priorité des autorités n'est pas de soutenir le marché actions, mais de restaurer la stabilité du système financier mondial. Autant la baisse de l'action d'une entreprise industrielle n'a pas de conséquences graves sur la conduite de ses affaires à court terme, autant la baisse exagérée de l'action d'une financière peut nuire à sa stabilité et à sa viabilité : si un trop grand nombre de ses contreparties perdent confiance et retirent leurs avoirs, l'institution peut se retrouver rapidement en crise de liquidité mettant son avenir en risque.
- **L'interdiction est temporaire** (de quelques dizaines de jours à quelques mois selon les pays) : les autorités reconnaissent implicitement que les ventes à découvert participent à la convergence entre le prix de marché d'un titre et sa valeur intrinsèque, fournissent de la liquidité, et contribuent à éviter la formation de bulles spéculatives sur les titres.

#### 4) Une interdiction globale de toutes les ventes à découvert est-elle envisageable ?

Nous ne le pensons pas. L'objectif des autorités n'est pas de soutenir le marché actions mais de soutenir le système financier. Interdire toutes les ventes à découvert reviendrait à empêcher les market-makers de fournir des puts aux investisseurs désirant en acheter, à empêcher le fonctionnement des ETFs ou des instruments permettant de vendre des indices, etc... Il nous semble que les autorités reconnaissent que les ventes à découvert participent à la convergence entre le prix de marché d'un titre et sa valeur intrinsèque, fournissent de la liquidité, et contribuent à éviter la formation de bulles spéculatives sur les titres.

## **5) Au sujet du plan de reprise par les autorités américaines des crédits hypothécaires et titres associés détenus par les banques**

Nous pensons que ces mesures sans précédent sont de nature à étaler les ventes d'actifs dans le temps et donc de diminuer les ventes que les banques étaient forcées de faire dans l'urgence pour assurer leur survie. Ces ventes forcées perturbaient les marchés, et contribuaient à éloigner le prix des titres de leur valeur intrinsèque.

Les modalités pratiques de la reprise par les autorités ne sont pas encore connues, et il faut en particulier regarder dans quelle mesure les prix de cession pourraient servir de référence pour les valorisations des actifs similaires encore détenus par les banques, mais également par les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

### **Conclusions**

- Les mesures prises sont indispensables pour éviter le risque systémique et consolider le système financier international.
- Les mesures les plus importantes sont temporaires, limitées au seul secteur des financières, et ne remettent pas en cause l'intérêt et la pertinence de la gestion alternative.
- Il est possible qu'il y ait d'autres faillites d'établissements financiers dans le monde avant que la consolidation du système financier dans son ensemble soit achevée. Les marchés devraient encore connaître une forte volatilité ces prochains mois.
- Les événements récents contribuent à accélérer le processus de vérité sur les comptes des banques et sur leur santé financière. La détermination des autorités à empêcher une série de faillite en chaîne est intacte. Se rapproche de nous le temps où le deleveraging et les ventes forcées ralentiront, où les marchés deviendront plus rationnels, et où les prix des titres se rapprocheront de leur valeur intrinsèque. Les meilleurs gérants sauront alors bénéficier des opportunités de marché que les troubles passés auront créées. Ce sont surtout les gérants pratiquant l'analyse fondamentale, méthodologie privilégiée par HDF, qui devraient alors retrouver une capacité de générer des rendements attrayants.

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](mailto:investorsrelations@hdf-finance.fr)