

Le marché danois des obligations hypothécaires : quelques commentaires



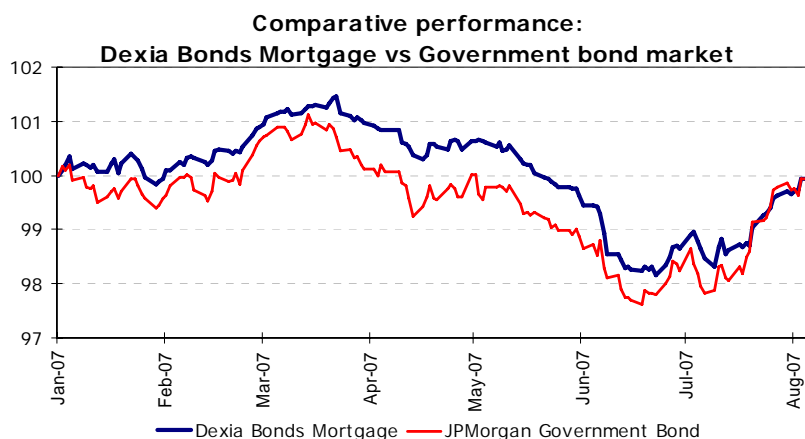
Table des matières

Performances récentes de Dexia Bonds Mortgage	2
Perspectives pour les obligations hypothécaires Danoises	4
L'économie danoise	4
Les facteurs techniques.....	6
Valorisation	6
Les fondamentaux de la qualité de crédit	6
Conclusion.....	8

Les récentes difficultés du marché américain des “subprimes” ont provoqué une aversion au risque croissante sur les marchés financiers. Surtout depuis début juillet, alors que les agences de notation multipliaient les dégradations de notation des RMBS subprime américaines et de ce fait également des CDO¹ adossées à ces mêmes RMBS². Cette accélération de la dégradation des notations a provoqué les turbulences récemment observées sur les marchés, donnant lieu à un impressionnant bradage par beaucoup d'opérateurs et à un mouvement vers les obligations d'État plus sûres. En conséquence, d'importantes pertes ont été enregistrées par certains fonds.

Fitch a récemment cité le Danemark comme « l'un des pays les plus exposés au risque d'ajustement des prix des logements et à la détérioration des bilans des ménages ». Nous souhaitons par conséquent apporter quelques commentaires sur le marché danois des mortgage bonds dans lequel Dexia Bonds Mortgage investit et sur l'impact éventuel des récentes turbulences sur le fonds.

Performances récentes de Dexia Bonds Mortgage

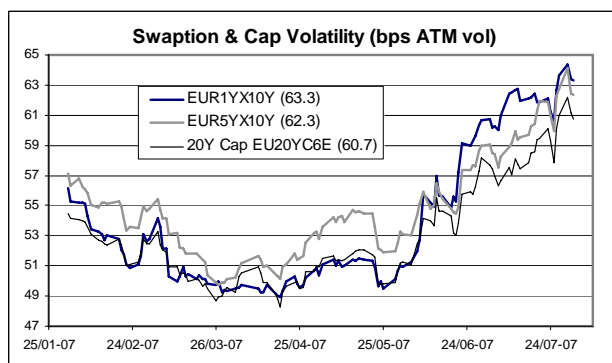


Source: Bloomberg

Dexia Bonds Mortgage a bien performé au cours des premiers mois de 2007, mais a commencé depuis juin à souffrir en comparaison avec les obligations des états européens. Cette **récente médiocre performance** peut s'expliquer par deux facteurs. Premièrement, **la volatilité croissante des taux d'intérêt** a augmenté la valeur des options de remboursement anticipé incluses dans les obligations hypothécaires. Du fait que les investisseurs ont vendu les options de manière implicite, le prix des obligations a chuté.

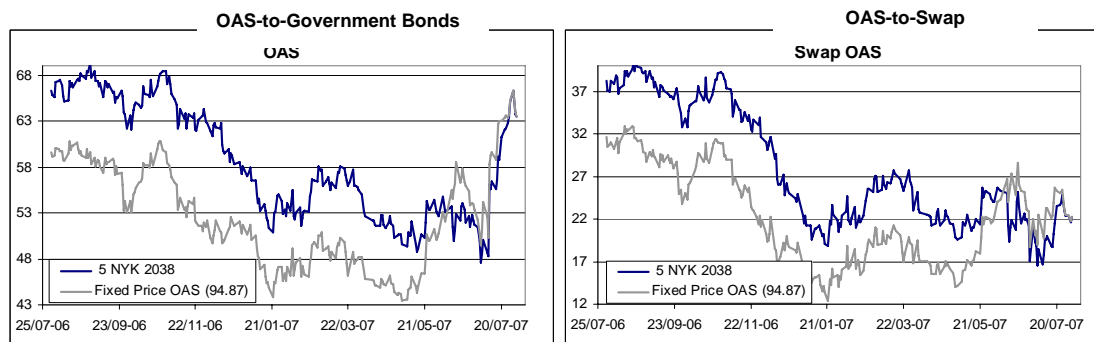
¹ Un CDO (Collateralized debt obligation) est un titre adossé à un groupe d'actifs, principalement des prêts non résidentiels ou des obligations. En échange du paiement d'intérêts, les acheteurs de CDO supportent le risque de non remboursement des prêts ou obligations constitutifs du groupe d'actifs sous-jacents. Les CDO sont constitués de tranches comportant des échéances et caractéristiques de risque variées.

² Les RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) sont des titres dont le cash-flow provient de dettes à caractère résidentiel, telles que prêts hypothécaires, prêts immobiliers de second rang et prêts hypothécaires subprime



Source: SEB

En second lieu, les OAS³ se sont élargis comparativement aux obligations d'État. Cependant, la comparaison entre le spread OAS-to-Government bonds et le spread OAS-to-Swap révèle que l'élargissement des spreads est causé principalement par l'élargissement des swap spreads⁴. Cet élargissement est lié aux craintes des investisseurs concernant la répercussion que le financement de prêts à haut risque pourrait avoir sur la qualité de crédit des institutions financières en général.



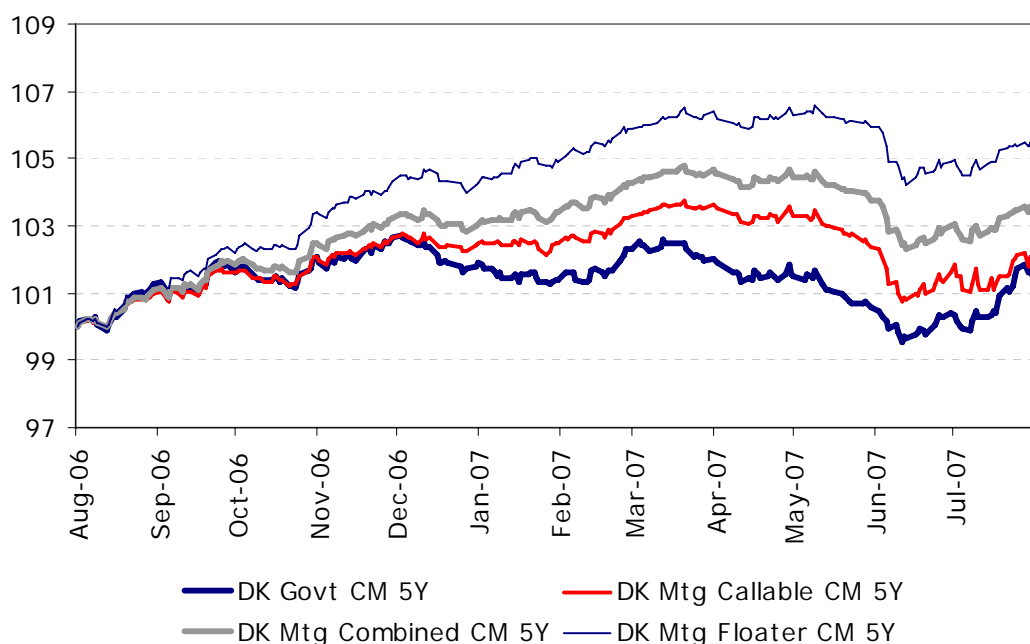
Source: SEB

Sur le marché des instruments obligataires hypothécaires danois la meilleure performance a été engendrée par les obligations hypothécaires à taux flottant capé⁵.

³ L'OAS (Option Adjusted Spread) est un instrument de mesure de l'écart de rendement d'une obligation avec une obligation d'État comparable, net du coût de toutes les options incluses. Il est calculé comme le spread sur la courbe spot des obligations d'État qui égalise la valeur actuelle du cash-flow d'une obligation à son prix de marché, en intégrant le fait que le cash-flow de l'obligation est susceptible de changer dans des environnements différents de taux d'intérêt.

⁴ Alors que le spread OAS-to-Government bonds a augmenté de façon notable (graphique de gauche), le spread OAS-to-Swap est resté stable, nous pouvons en conclure que l'augmentation de l'OAS est du à une augmentation du spread entre le rendement des obligations d'État et le rendement du Swap.

⁵ Une obligation hypothécaire dont le coupon peut varier à l'intérieur de marges prédéterminées (caps).

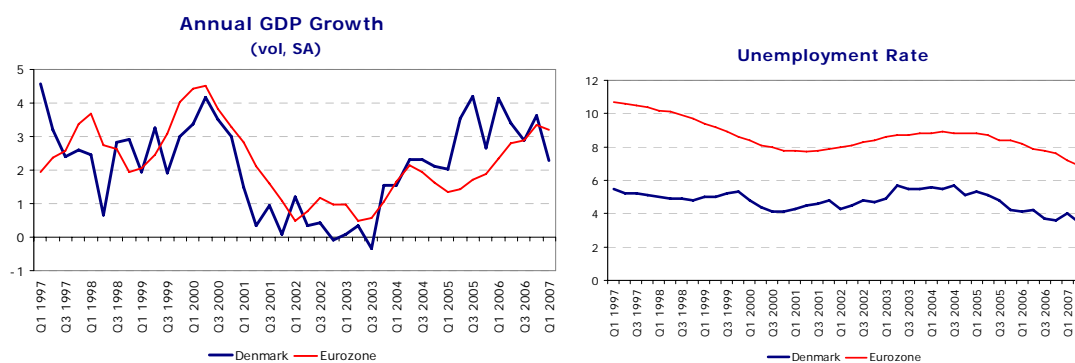


Source: Nordea

Perspectives pour les obligations hypothécaires danoises

L'économie danoise

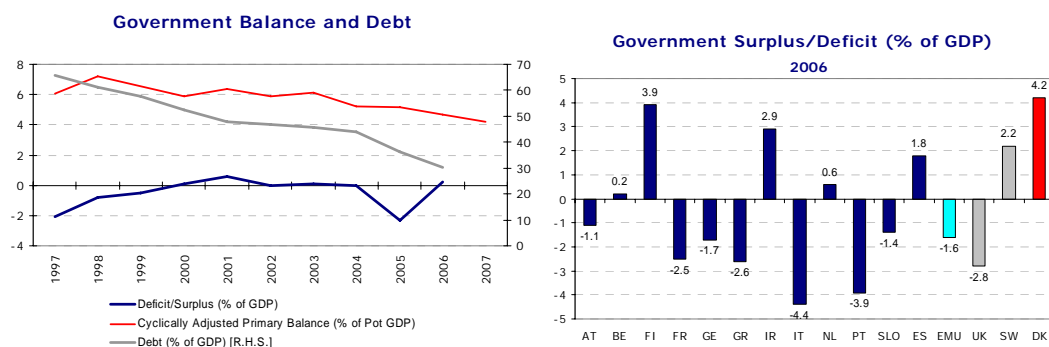
Le Danemark a connu une reprise plus rapide que la zone euro après le ralentissement économique de 2003. La flexibilité du marché de l'emploi a beaucoup contribué à cette reprise. De surcroît, le Danemark a bénéficié d'un environnement caractérisé par des taux d'intérêt bas en veillant à conserver son taux de change étroitement lié à l'euro.



Source: Datastream

Le chômage a été réduit à ses plus bas niveaux historiques. Au cours des 10 dernières années, le taux de chômage danois s'est situé constamment à un niveau inférieur de 3 % à celui de la moyenne de la zone euro.

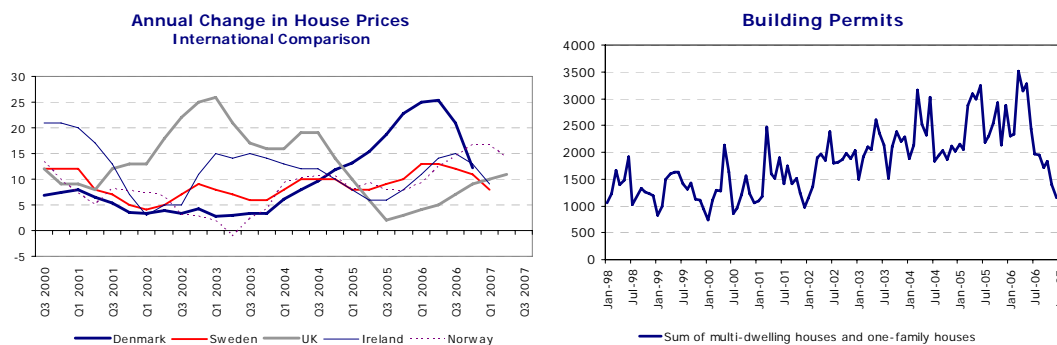
Depuis la crise du SME au début des années 1990, le Danemark a fortement amélioré sa situation fiscale. Alors que le budget de la zone euro se détériorait en passant d'un léger excédent en 2000 à un déficit de 3 % du PIB en 2003, le Danemark parvenait à maintenir son budget en équilibre et dégageait l'an dernier le plus important excédent de l'Union européenne. Dans le même temps, la dette de l'État exprimée en pourcentage du PIB était ramenée de 65 % à 30,2 % en 10 ans.



Source: Datastream

Depuis 2006, l'économie danoise a ralenti, la Banque Centrale Danoise ayant suivi la voie tracée par la BCE en matière de taux d'intérêt, en augmentant son taux directeur de 200 points de base en moins de deux ans pour le porter à 4,25 %. Ces augmentations de taux d'intérêt ont contribué à ralentir la croissance des prix des logements. Depuis 2003, le marché danois du logement a connu une expansion remarquable, alimentée par de faibles taux d'intérêt et des innovations dans le marché obligataire hypothécaire. Avec un taux de croissance à deux chiffres depuis 2004, les prix des logements ont connu la plus forte progression de l'Europe des quinze depuis 2005. La dette hypothécaire, exprimée en pourcentage du PIB, a atteint près de 100 % en 2006, taux le plus élevé de l'UE-15.

Au cours du troisième trimestre 2006, l'augmentation du prix des logements a commencé à ralentir. Le dernier trimestre 2006 a vu le prix des logements augmenter de 12,3 % en glissement annuel, comparé aux 25 % encore enregistrés au cours du second trimestre de cette même année. Le prix des appartements a été le premier segment du marché à décliner légèrement. En mars 2007, le nombre de permis de construire délivrés ne représentait que la moitié de celui atteint l'année précédente. Le taux de progression des prix des logements est prévu en ralentissement sur le reste de l'année.



Source: Datastream

Cependant, l'impact de ce ralentissement du marché immobilier sur la croissance économique est, dans une certaine mesure, compensé par les exportations qui bénéficient de la forte croissance économique de la zone euro. Par conséquent, **la confiance des consommateurs reste forte, le chômage restant à un niveau historiquement bas et les revenus et salaires croissant à un rythme soutenu. De plus, la politique fiscale saine et le niveau de dette publique faible laissent au gouvernement danois une marge de manoeuvre pour amortir les effets d'un éventuel ralentissement économique par une politique fiscale plus expansionniste.**

Facteurs techniques

Nous ne croyons pas que les inquiétudes accrues concernant le marché US des obligations hypothécaires à haut risque va s'étendre au marché hypothécaire danois comme le démontrent les chiffres récemment publiés indiquant que seulement 20 % des mortgage bonds danoises sont détenues par des étrangers. Le fait que **près de 80 % des mortgage bonds danoises sont détenues par des comptes domestiques** et la robustesse des fondamentaux de l'économie danoise renforcent notre conviction qu'**aucun lien direct n'existe entre les deux marchés**.

Néanmoins, l'absence de tout lien direct entre les deux marchés n'implique pas une absence de contamination du marché des obligations hypothécaires danoises. **Au cas où un nombre croissant de hedge funds seraient contraints de dénouer leurs positions à effet de levier**, en raison de pertes sur les crédits structurés, **une certaine pression pourrait se manifester sur les mortgage bonds danoises**. **Cependant, du fait qu'aucun flux exceptionnel quel qu'il soit ne se manifeste sur les marchés, nous sommes encore assez éloignés du développement de ce scénario.**

Ownership distribution - by segment and issuer

	DKK bn			% of total market		
	Jun-07	Mar-07	Change	Jun-07	Mar-07	Change
By segment						
DGBs	178.6	179.6	-1.0	36%	35%	0.7
RTL-DKK	40.9	39.7	1.2	7%	7%	0.1
RTL-EUR	21.6	21.3	0.3	25%	25%	-0.4
Cibor-linked	34.6	38.2	-3.5	9%	11%	-1.3
Callables	191.3	184.3	7.0	22%	22%	0.0
Index-Linked	0.2	0.1	0.1	0%	0%	0.1
Other	9.6	9.1	0.5	6%	6%	0.0
By issuer						
NYK	116.1	112.3	3.8	18%	18%	-0.2
RD	98.2	97.7	0.5	16%	16%	-0.2
DK	0.5	0.5	0.0	16%	16%	0.5
NDA	40.7	38.5	2.1	17%	17%	0.2
TOT	22.2	22.8	-0.6	13%	13%	0.2
BRF	9.6	10.1	-0.5	5%	5%	-0.4
Gov	178.6	179.6	-1.0	36%	35%	0.7
Total	480.0	475.1	5.0	18%	18%	-0.2

Source: Nykredit

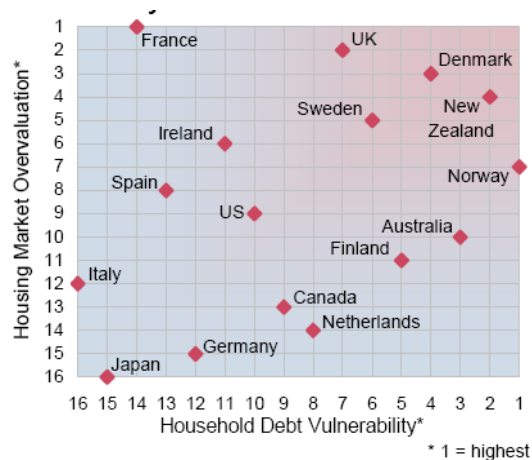
Valorisation

Sur le plan de la valorisation, les mortgage bonds danoises sont actuellement considérées comme relativement bon marché alors que le spread actuel OAS-to-Government bonds est à son plus haut niveau depuis plus d'un an. En conséquence, **ces spreads élargis représentent des opportunités d'achat sur le marché hypothécaire danois**.

Les fondamentaux de la qualité de crédit

Fitch a mis en évidence dans un rapport récent les risques des principaux marchés immobiliers. Le rapport classait les pays en fonction du degré de surévaluation estimée du prix des logements et de l'exposition des ménages au risque de taux, composant un indice global de vulnérabilité. Dans ce classement, la Nouvelle Zélande, le Danemark, le Royaume Uni et la Norvège sont mentionnés comme les pays les plus exposés aux risques d'ajustement et de détérioration du bilan patrimonial des ménages.

Fitch's Vulnerability Matrix:



Source: Fitch

Cependant, six des huit institutions danoises de crédit hypothécaire sont notées par Moody's, leur rating s'échelonnant de Aa2 à Aaa. De plus, Moody's estime que les mortgage bonds danoises sont des instruments très solides et à faible risque.

Mortgage Institutions	Fundamental Rating	Secured Debt Issued by	Secured Rating	Outlook
Nykredit Realkredit A/S	Aa3	General Capital Centre Capital Centre C Capital Centre D	Aa1 Aa1 Aaa	Stable
Totalkredit A/S	A1*	Capital Centre C	Aaa	Stable
Realkredit Danmark A/S	n/a	General Capital Centre Danske Credit Capital	Aaa Aaa	Stable
DLR Kredit A/S	A1		Aa1	Stable
Nordea Kredit Realkreditaktieselskab	n/a		Aaa	Stable
BRFKredit	A2	General Capital Centre Capital Centre B	Aa2 Aa1	Stable

*Subordinated debt Rating

Source: Moody's

Leur haut degré de sécurité est basé sur les éléments suivants :

- Les banques de crédit hypothécaire sont soumises à une réglementation qui élimine le risque d'intérêt et de change sur l'activité de prêt et le financement. Il y a seulement un risque d'intérêt sur les titres hypothécaires de la banque qui constituent une partie de ses fonds propres
- Les banques hypothécaires sont tenues de respecter un ratio de solvabilité correspondant à 8 % de leurs actifs évalués en risque pondéré
- L'emprunteur est engagé à la fois sur sa propriété et personnellement
- Il y a des plafonds de financement fixés légalement, qui limitent l'importance des engagements pouvant être pris dans chaque catégorie de biens (quotité de financement maximum de 80 % pour les biens résidentiels et inférieure pour les autres catégories)
- Les banques hypothécaires sont soumises à un contrôle public pour vérifier qu'elles se conforment aux dispositions légales

- Les obligations disposent de conditions de réclamation préférentielles si la banque hypothécaire dépose son bilan (ce cas ne s'est jamais produit au Danemark)
- Les banques hypothécaires sont soumises à une réglementation particulière sur le placement de leur capital.

Les mortgage bonds danoises ont un comportement similaire à celui de leurs homologues américaines en ce sens que l'option couvrant le remboursement anticipé est transférée aux investisseurs. Néanmoins, il existe quelques différences importantes qui réduisent radicalement la probabilité d'une crise sur les mortgage bonds danois, telle que celle qui sévit actuellement sur le marché US du subprime. Tout d'abord, les mortgages danois sont exclusivement "Prime" dans la mesure où ils sont sécurisés par une garantie de premier rang et assujettis à une quotité de financement plafonnée à 80 %, attestant que le risque de défaut sur ce type de prêt reste limité. Deuxièmement, le risque de crédit sur les emprunteurs n'est pas transféré aux investisseurs comme aux États-Unis. Ceci signifie que l'institution hypothécaire garantit le remboursement de tous les flux. Un défaut ne peut survenir qu'en cas de défaillance de l'établissement hypothécaire. Aux États-Unis, le défaut d'une obligation hypothécaire survient quand le bloc de créances hypothécaires en garantie est incapable de rembourser le capital ou les intérêts. En conséquence, les prêts hypothécaires US constituent une titrisation hors bilan alors que les mortgage bonds danois sont inscrits au bilan. Ceci implique que la qualité de crédit des obligations hypothécaires au Danemark dépend principalement de la solidité de l'institution d'origine et du cadre légal alors qu'aux États-Unis elle dépend de la solidité de la structure. En conséquence, la couverture du risque est définie par la loi au Danemark et par les forces du marché et les agences de notation aux États-Unis. Tout ceci démontre que **la structure des obligations hypothécaires danoises est mieux garantie que celle de leurs homologues américaines et qu'un effondrement similaire à celui constaté aux États-Unis est hautement invraisemblable.**

Conclusion

Au cours de ces deux dernières semaines, les mortgage bonds danoises ont **légèrement sous performé** les obligations d'état européennes. Les raisons sous-jacentes n'avaient **pas de lien direct avec la qualité des actifs des blocs de créances sous-jacentes, mais avec la soudaine et générale aversion au risque chez les investisseurs internationaux causée par la fermeture de certains hedge funds, l'exposition au risque subprime et les difficultés d'émission des prêts.**

Nous sommes d'avis qu'une période prolongée de volatilité sur les marchés internationaux du crédit pourrait demeurer un facteur négatif pour les mortgage bonds danoises. Mais compte tenu de l'excellente qualité des actifs et des bons ratios des institutions hypothécaires danoises (dotées de confortables amortisseurs sous la forme de provisions sur pertes de crédit), **Dexia AM reste très confiant dans les mortgage bonds danoises.** De plus, étant donné les niveaux relativement larges des OAS aujourd'hui (dû à l'élargissement des spread sur swap), les mortgage bonds danoises peuvent être considérées comme relativement bon marché.

This document is published purely for the purposes of information for institutional or professional investors and contains no offer for the purchase or sale of financial instruments, neither is it confirmation of any transaction unless expressly agreed otherwise. The information contained in this document was obtained from a number of different sources. Although Dexia Asset Management exercises the greatest care when choosing its sources of information and passing on this information, certain errors or omissions may have escaped our notice. The past performance of a product is by no means a guarantee of future results and the value of investments may increase or decrease. It is up to investors to make their own investment decisions in the light of their own financial circumstances and investment aims and taking account of any laws and/or regulations that apply to them. Dexia AM cannot be held liable for any direct or indirect damage or loss resulting from the use of this document. The contents of this document may be reproduced only with the prior written agreement of Dexia AM. The intellectual property rights of Dexia AM must be respected at all times.