

Les dérivés de crédit immobilier arrivent en Suisse

PLACEMENTS. La Banque cantonale de Zurich vend des options sur la base de son indice régional, suivant en cela une pratique britannique.

Yves Genier

Lundi 24 novembre 2008

Les dérivés basés sur de l'immobilier, vous connaissez? Tous n'ont pas été emportés par l'effondrement des produits de dette complexes générés par le marché américain des hypothèques. Certains ont même fait leur apparition en Suisse, où, bien que confidentielle, leur part est en progression.

La Banque cantonale de Zurich (BCZ) commercialise des options d'achat ou de vente depuis février 2006 sur la base d'une méthode appliquée au Royaume-Uni depuis 2004. Elle a présenté sa pratique mardi dernier lors de la troisième journée de formation du Swiss Finance Institute à Genève.

Le principe est très simple. Prenez un indice reflétant les prix du marché immobilier. Sur cette base, commencez par émettre des puts (options de vente) et des calls (options d'achat), les dérivés les plus classiques. Vos clients peuvent donc participer au marché comme ils le feraient sur n'importe quel autre, par exemple en achetant le produit le plus standard de la gamme, un future à trois mois sur le pétrole. Sauf que, dans ce cas, il achète des options sur les prix à venir du marché immobilier d'une région donnée.

Marché difficile

Si la demande s'amorce pour de tels produits, vous pouvez élargir quelque peu la palette. Emettez des forwards (contrats par lesquels le vendeur et l'acheteur s'engagent sur le prix d'un bien livrable plus tard) sur un indice basé sur de l'immobilier commercial, ou des swaps (contrats d'échange) sur un indice sur de l'immobilier résidentiel. Vous aurez réuni les conditions pour faire participer vos clients aux évolutions du marché immobilier sans investir directement dans la pierre, et avec l'effet de levier propre aux dérivés.

Les swaps subissent cependant une faiblesse endogène: ils ne répliquent que difficilement l'état du marché. L'écart entre le prix acheteur et vendeur souffre des coûts élevés et des longs délais des transactions, et du fait qu'ils ne peuvent pas être shortés.

La BCZ emploie comme indice de référence pour l'immobilier de logements un produit maison, le ZWEX (Zürcher Wohneigentumsindex, ou Indice zurichois de la propriété résidentielle). Les données et les méthodes sont fournies par le spécialiste zurichois Wüest & Partners. C'est ce dernier, également, qui gère l'indice de référence pour l'immobilier résidentiel avec la firme londonienne Investment Property, le Swiss IPD.

Le ZWEX a progressé de 6,3% depuis son lancement au quatrième trimestre 2006. «Il a progressé en moyenne de 2,71% chaque trimestre entre 1980 et 2007», affirme Jürg Syz, de la BCZ. Le Swiss IPD, lancé en 2003, a gagné chaque année en moyenne entre 5 et 6%. Pourrait-on élargir le marché à la Suisse entière? Uniquement en se basant sur des indices régionaux, tant les marchés peuvent différer d'un canton à l'autre. Le volume actuel de ce marché en Suisse reste modeste: la valeur notionnelle s'élève à 100 millions de francs environ.

Les options ne peuvent cependant pas servir d'indicateur avancé de la tendance. Les forwards britanniques n'ont ainsi pas du tout anticipé le retournement du marché outre-Manche. Alors qu'ils tablaient au printemps 2007 sur un ralentissement de la progression, ils parient aujourd'hui sur une baisse supplémentaire de 30% des prix avant un redressement dès 2010.

Même si le marché suisse est plus stable que le britannique, il est à même de subir un retournement ces prochains mois qui pourrait générer d'importants appels de marge auprès des investisseurs ayant fait les mauvais paris.