

La crise du subprime offre aussi des opportunités de placement

Entre stratégie «short» et fonds «distressed», ces véhicules d'investissement ont déjà démontré leur capacité à générer des rendements.

ROHAN SANT
 À GENÈVE

Depuis un mois, une correction, l'éclatement d'une bulle du crédit immobilier et le retour d'une forte volatilité se sont additionnés pour créer un climat propice à l'émergence d'une crise. Et comme tout investissement est rémunéré en fonction du risque pris, c'est naturellement là qu'elle trouve son origine. Notamment dans les excès des vendeurs d'hypothèques qui ont convaincu les ménages américains désargentés de s'endetter à des prix d'appel alléchants. En juin dernier, après la fin de la période discount, les premiers emprunteurs ont vu leurs taux hypothécaires bondir d'environ 3% sur les trois premières années. Les taux sont passés à près de 10%-11% pour les trente années à venir. Depuis, les défauts de paiement se sont accumulés. L'arrivée sur le marché de plus en plus de prêts immobiliers de mauvaise qualité ont produit une situation où de nombreux acteurs ont refusé d'assumer un risque plus élevé.

Jouer à «qui perd gagne»

Même si cette situation ne concerne encore que 15 à 20% du marché du crédit immobilier américain, elle ne fait que commencer. La première phase de re-

financement sera en effet suivie par de nombreuses autres ces dix-huit prochains mois. Comme toutes les précédentes, elle engendre des perdants, mais aussi des gagnants. Les premiers sont connus (Bear Stearns, Home Mortgage Bank, etc.). Les seconds sont plus discrets. Et pourtant, les profits que ces fonds – des hedge funds pour la plupart – ont réalisés depuis quelques mois, ou ceux qu'ils pourraient réaliser dans les mois à venir, se chiffrent eux aussi en milliards de dollars. Depuis quelques mois, plusieurs gérants spécialisés dans les stratégies «short» – qui consistent à miser sur la baisse des titres – avaient commencé à s'intéresser aux obligations collatéralisées émises sur le subprime américain (CDO). «Nous avons senti très tôt le danger du subprime, raconte Didier Tosi, vice-président de la recherche à la Banque Piguët & Cie, notamment lorsque l'on a vu que près de 40% des prêts accordés étaient non documentés! En octobre 2006, nous sommes entrés dans un fonds qui «shortait» le subprime américain. Une bonne opération puisqu'il a quadruplé sa valeur depuis! Il faut dire que la baisse a été vertigineuse. L'indice ABX-HE-A 07-1 – qui retrace l'évolution du prix des obligations subprime émises en janvier 2007 – a, par exemple, perdu la moitié de sa valeur en six mois, dont près de 45% pendant

juin et juillet uniquement (voir graphique ci-dessus). Alors même que cette tranche de produits est garantie par les plus prestigieuses institutions américaines. La contamination est telle aujourd'hui que même les tranches de qualité supérieure sont atteintes. L'indice ABX-HE-AAA 07-1 a ainsi chuté d'environ 10% sur les quatre dernières semaines. De quoi conforter les plus alarmistes. «Il est clair que certains acteurs n'ont pas fait leur travail correctement lors de la titrisation de ces dettes», souligne Jérôme Tschupp, responsable de la recherche à la Banque Syz & Co.

Le retour des «fossoyeurs»

Si certains se remplissent les poches grâce à la baisse des titres de ce marché de niche, cette situation est également propice à l'ouverture de fonds «distressed», de redressement financier des entreprises en difficultés. Ces véhicules sont spécialisés dans le



rachat de dettes à prix discount. Une quinzaine d'acteurs majeurs se partagent ce marché, parmi lesquels Cerberus Capital, Appaloosa, Eagle Rock jouent les premiers rôles. Très en vogue après chaque crise majeure, le «distressed», avec son image de «fossoyeur» de la finance, n'était plus en odeur de sainteté depuis la reprise économique post-2003. Il revient en force alors que le cycle entame sa phase descendante et que, la crise se poursuivant, certains acteurs fortement exposés pourraient rencontrer des difficultés insurmontables. «De nombreux gérants de fonds ouvrent en ce moment du distressed», confirme Jérôme Tschupp. «Cela veut dire que les créances douteuses sur le subprime s'échangent déjà à des niveaux aussi bas que 10 à 20 cents pour 1 dollar», précise Didier Tosi. De bonnes affaires en perspective puisque dans une économie en bonne santé, les sociétés en faillite peuvent plus facilement reprendre de la valeur. Avec un taux de récupération attendu très élevé, le rendement annuel moyen devrait sans peine dépasser les 13% obtenus durant les années de forte croissance des marchés (2004-2006).

[r.sant@agefi.com]

