

Pourquoi doit-on réguler les Hedge Funds

John Maynard Keynes, *spieler* invétéré, disait : « *Un spéculateur, c'est quelqu'un qui prend des risques dont il a conscience. Un investisseur, c'est quelqu'un qui prend des risques dont il n'a pas connaissance* ». Ainsi exprimée, la différence entre spéculateur et investisseur est facile à caractériser : le second se trompe plus fréquemment... Mark Twain, autre *gambler* hâbleur, professait pour sa part : « *Il y a deux moments dans la vie d'un homme où il ne doit pas spéculer. Tout d'abord, quand il n'en a pas les moyens. Puis, quand il les a...* »

L'investisseur peut avoir deux attitudes face au risque. En premier lieu, la couverture. Se couvrir contre un risque, c'est ne pas vouloir prendre le risque en question. C'est le premier moteur des marchés financiers, la peur de perdre (*fear* en anglais). Deuxièmement, la spéculation. Spéculer, c'est accepter de prendre un risque spécifique. C'est le deuxième moteur des marchés, l'appât du gain (*greed*). Il y a donc toujours un spéculateur en bout de chaîne de couverture. Les compagnies d'assurance sont par nature des spéculateurs. Peut-on imaginer de nos jours une économie développée sans assurances ? La spéculation joue ainsi un rôle économiquement sain quand elle assume des risques que d'autres ne veulent pas prendre. En participant à la liquidité des marchés, la forme stabilisante de la spéculation contribue à l'abaissement du coût du capital dans l'économie. C'est le côté pile « Doctor Jekyll » de la spéculation.

La différence entre un spéculateur et un investisseur ? Le second se trompe plus fréquemment...

D'après Nicholas Kaldor, la spéculation, c'est aussi « *l'achat (ou la vente) d'un bien avec l'intention de le revendre (ou le racheter) à une date ultérieure, motivé par*

l'espoir d'une modification du prix et non pas par un avantage lié à l'usage du bien ». Elle peut entraîner des excès sur les marchés, notamment quand l'asymétrie d'information conduit des agents économiques non informés à plagier le comportement des agents supposés informés, débouchant sur des bulles spéculatives selon le mécanisme de mimétisme auto-référentiel décrit par André Orléan. Une bulle spéculative, c'est une hausse auto-entretenu de l'écart entre valeur du marché et valeur fondamentale d'un actif. En ce sens, la spéculation peut aussi prendre une forme déstabilisante, amplificatrice de la réalité économique. Par exemple, la hausse du pétrole et des matières premières depuis 2003, tout comme le coup de grisou sur les bourses mondiales au printemps 2006 ou l'envolée du prix du maïs depuis la mi-septembre (+43% !). Ce qui mériterait que les *hedge funds* soient débaptisés et renommés *herd funds* (fonds moutonniers). Le côté face « Mister Hyde » des *herd funds* réside dans le risque systémique de propagation d'une crise financière selon la théorie des dominos. La régulation économique a justement pour but de circonscrire les externalités négatives des excès spéculatifs sur la collectivité. C'est pourquoi les acteurs des marchés financiers (banques, prestataires de services d'investissements, assurances, OPCVM,...) sont réglementés à deux niveaux. Au niveau de l'agrément préalable des autorités de tutelle pour exercer leurs activités, et au niveau des règles prudentielles à respecter.

Rien de tel pour les hedge funds qui ont la bride sur le cou. D'après certains, le contrôle informel effectué par les banques sur leurs clients hedge funds, via leur accès à l'effet de levier de l'endettement qu'elles peuvent théoriquement restreindre, serait suffisant pour éviter le risque systémique. Pouvons-nous cet argument *pro domo* jusqu'au bout de sa

logique absurde : si les banques étaient réputées pour être si raisonnables, laissons-les alors également s'auto-réguler et abandonner les règles prudentielles auxquelles elles sont pourtant soumises à juste titre... D'autres arguent, de manière irrecevable pour l'intérêt général, que sous le carcan de la régulation, les hedge funds ne seraient plus en mesure de gagner autant d'argent... C'est donc reconnaître implicitement l'existence d'un effet d'aubaine – ou d'enrichissement sans cause – par l'absence de régulation.

Ne pas réguler les hedge funds, c'est privatiser les profits et mutualiser les pertes.

Ne pas vouloir réguler les hedge funds, c'est jouer à pile ou face avec le système financier mondial, mais avec des règles pipées : pile, les hedge funds empochent le jackpot, et face la collectivité paie les pots cassés... La banque centrale, prêteur de dernier recours, se retrouve *de facto* engagée « à l'insu de son plein gré » à assurer la liquidité en cas de crise pour éviter l'effondrement du système (crise LTCM en 1998). Ce qui incite les hedge funds à prendre d'autant plus de risques... Cette nouvelle forme de « privatisation des profits et de mutualisation des pertes », qu'on appelle pudiquement « aléa moral », n'est plus socialement acceptable. Elle contribue à donner une image déplorable du capitalisme qui alimente trop aisément l'amalgame anti-libéral et anti-libre-échangiste des alter-mondialistes.

Au nom de quoi ne pas réguler les hedge funds, -- quand tous les autres acteurs le sont ! --, si ce n'est au travers d'un certain cynisme par lequel quelques hyper-riches seraient « au-dessus des lois » qui s'appliquent aux marchés ? Sans règle du jeu commune, ils se placent, en quelque sorte, en position asymétrique pour reprendre d'une main à la collectivité ce qu'ils ont peut-être l'impression d'avoir trop vite lâché de l'autre main à la piétaille via la social-

démocratie ? En paraphrasant George Orwell dans « la Ferme des Animaux », l'absence de régulation des hedge funds revient à admettre que « *all animals are equal, but some animals are more equal than the others* » (tous les animaux sont égaux mais certains animaux sont plus égaux que les autres).



Par Christophe J. Nijdam,
Associé-gérant CapitalAction,
maître de conférences à
Sciences Po Paris

opinion publiée dans *Le Nouvel Economiste*
du 17 novembre 2006