

" Le pire n'est jamais certain... " (adage)

LTCM ou le syndrome systémique du marché des dérivés. Le pire n'est jamais certain, mais convenons au moins que le certain devient de plus en plus incertain.

Le Petit Larousse et quelques définitions

Marché des dérivés : marché financier dans lequel les transactions portent sur des contrats et non sur les produits eux-mêmes (n.d.r. : bref, de l'argent *notionnel*, fictif, dont les conséquences peuvent être subies par l'économie réelle).

CHOREGR. Position dérivée, dans laquelle un seul pied est à plat, la jambe libre étant levée, tendue ou pliée (n.d.r. : une position très inconfortable ; or, l'arbre tombe toujours du côté où il penche).

CHIM. Dérivé, corps obtenu par la transformation d'un autre (n.d.r. : quand la transformation n'est plus contrôlée, on obtient une réaction en chaîne - c'est ce qu'on appelle pudiquement le *risque systémique*).

Dériver v.i., **1.** S'écarter de sa direction. **2.** Aller à la dérive sous l'effet du vent, d'un courant (n.d.r. : à croire que les opérateurs de marché ne savent pas lire un dictionnaire...).

Syndrome : ensemble des signes et des symptômes qui caractérisent une maladie, une affection (n.d.r. : vous souvenez-vous du film *Le Syndrome Chinois*, avec Jane Fonda, qui traitait d'une fission atomique incontrôlable dans une centrale nucléaire en 1979?).

Hedge Funds : les mal nommés

To hedge : prendre une couverture contre un risque.

L'appellation *hedge fund* est apparue aux Etats-Unis dans les années cinquante. Un *hedge fund* est un fonds d'investissement hybride, géré de façon totalement discrétionnaire par un gestionnaire de portefeuille réputé pour sa sagacité et sa performance. Le gérant a toute latitude pour investir aussi bien sur les marchés boursiers, obligataires, nationaux ou étrangers, comme pour intervenir sur le marché des dérivés (swaps, options, marchés à terme, etc.). Le *hedge fund* n'est soumis à aucune autorité de contrôle, au contraire des banques, des compagnies d'assurance ou des OPCVM, et n'a donc pas de règles prudentielles à respecter. Son objectif est la recherche de la performance absolue, avant même la préservation du capital de ses actionnaires. C'est un véhicule capitaliste de l'économie de marché, poussé à l'extrême, qui alloue son capital dans les projets ou marchés qui lui permettent d'espérer le plus grand retour sur capitaux.

Compte tenu de ce profil d'investissement, les *hedge funds* sont réservés à un actionariat d'investisseurs avertis (*sophisticated investors*) au patrimoine conséquent (*high net worth individuals*).

La chute brutale du fonds LTCM fin septembre 1998 démontre qu'il est temps de changer l'appellation des *hedge funds* pour celle de *leveraged funds* (fonds à très fort levier d'endettement), tout comme elle attire l'attention sur les risques inhérents au développement débridé du marché des dérivés.

John Meriwether et le scénario du *perfect storm*

Avec un nom pareil (*Meriwether*, pris phonétiquement, signifie " temps joyeux " en anglais), on ne peut guère reprocher au patron du *hedge fund* LTCM d'avoir écarté le scénario du *perfect storm* (la tempête parfaite), issu d'un battement d'ailes de papillon en provenance d'Asie du sud-est un an auparavant...

Ni d'avoir été mal entouré : deux prix Nobel (Myron Scholes et Robert Merton, deux des trois co-inventeurs, avec Fisher Black, de la fameuse formule mathématique de *Black & Scholes*, établie en 1973 et utilisée depuis lors par tous les opérateurs pour évaluer le prix des options) et même un ancien vice-président de la banque centrale américaine (David Mullins), comme principaux associés. Sans oublier un actionnariat constitué du gotha de la finance internationale : des présidents, à titre personnel, des plus grandes banques d'affaires américaines comme Merrill Lynch et Bear Stearns, le géant suisse UBS, la banque centrale d'Italie, etc.

Ou d'avoir mis en œuvre une stratégie spéculative. A l'opposé du controversé Georges Soros dont le *hedge fund* Quantum opère habituellement en **risque de marché dit " directionnel "** (par exemple, en pariant sur la baisse de la livre sterling en 1992), le fonds LTCM opérait en **risque de marché dit " neutre "**. Opérer en risque de marché " neutre " signifie, théoriquement, que LTCM devait gagner de l'argent, que le marché monte ou qu'il baisse, en engrangeant une marge d'arbitrage sur des anomalies temporaires de marché - sauf si... ces anomalies s'élargissaient au lieu de converger; et c'est, bien évidemment, ce qui s'est passé¹.

Alors, la faute à pas de chance ?

Comme dans le cas de la banque Barings qui avait enregistré des bénéfices historiques en 1993 pour mieux implorer quatorze mois plus tard, en février 1995, grâce aux bons soins d'un jeune opérateur sur dérivés dans sa succursale de Singapour (Nick Leeson), les prémices de la fission étaient perceptibles, rétrospectivement, dans les surperformances antérieures de LTCM. LTCM avait enregistré des performances records depuis sa création en 1994 (+43% en 1995, +41% en 1996, +17% en 1997)². Par cupidité, personne ne s'est demandé si l'adage financier *risk & return* (proportionnalité de la performance aux risques encourus) était toujours en vigueur chez LTCM.

Avec du recul, un enfant de huit ans maîtrisant sa table de multiplication aurait compris que pour obtenir une performance de 40% en engrangeant seulement une marge d'arbitrage de, disons, 1% en risque de marché " neutre ", il fallait un effet multiplicateur de 40x... Ce que procure l'effet de levier de l'endettement sur fonds propres (40F d'endettement pour 1F de fonds propres). Le même enfant de huit ans, qui joue sur une bascule dans un jardin public après l'école, sait également que, qui dit levier, dit effet multiplicateur dans les deux sens - ou encore le retour du bâton.

Voilà comment LTCM a pu perdre 44% de ses fonds propres sur le seul mois d'août 1998, alors qu'il opérait en risque de marché " neutre ".

Manifestement, les banquiers, une profession pourtant maître de l'art en matière de levier (25F d'endettement pour 1F de fonds propres), qui ont procuré de l'endettement à LTCM ont été atteints de régression mentale aiguë subite. Et encore, n'ont-ils vu que la partie émergée de l'iceberg.

Le profit attire la concurrence. La concurrence diminue la marge d'arbitrage. Cela incite à augmenter d'autant plus l'effet de levier, par l'intermédiaire du marché des dérivés, pour maintenir la performance et la rémunération du gérant du *hedge fund*. La boucle est bouclée et le cercle vicieux est enclenché.

Les performances passées des *hedge funds* expliquent leur croissance exponentielle dans les années quatre-vingt dix. De cent *hedge funds* (gérant 300 milliards de dollars) recensés en 1990, ceux-ci sont passés à 1.200 (gérant 2.400 milliards de dollars) en 1998³.

Plus de capitaux à gérer pour les *hedge funds* signifiait moins de marges d'arbitrage à engranger sur des anomalies temporaires de marché, et donc, moins de performance en perspective...

La rémunération du gérant du *hedge funds* étant principalement attachée à la performance du fonds (en général, 20% des bénéfices du fonds, plus une commission fixe de 1% de la taille du fonds), celui-ci est incité à augmenter l'effet de levier pour maintenir cette performance et sa rémunération. C'est une décision d'autant plus facile à prendre, bien que déontologiquement critiquable, quand c'est avec l'argent... des autres (*Other People's Money*, ou *OPM*).

Et qui peut vous offrir un effet de levier supplémentaire, si ce n'est le marché des dérivés ? Comme il s'agit d'argent *notionnel*, les opérations sur dérivés ne sont pas comptabilisées au bilan. Le levier devient alors quasiment infini car personne ne peut - ou n'a voulu -- voir la partie immergée de l'iceberg.

C'est ainsi que LTCM a pu non seulement supporter 125 milliards de dollars de taille de bilan pour 500 millions de dollars de fonds propres (effet de levier de 250x), mais en plus avoir des positions de 1.250 milliards de dollars, hors bilan, sur le marché des dérivés (effet de levier supplémentaire de 2.500x !)⁴.

De quelques centaines de milliards de dollars au milieu des années quatre-vingt, le marché des dérivés atteint désormais 80.000 milliards de dollars⁵. Par comparaison avec l'économie *réelle*, cet argent *virtuel* représente plus de douze fois la taille du commerce mondial, près de quatre fois la taille du produit intérieur brut cumulé des pays de l'OCDE, ou encore cinquante-sept fois le produit intérieur brut de la France⁶.

Une tempête parfaite dans un verre d'eau ?

De l'aveu même d'Alan Greenspan, président de la *Federal Reserve* américaine, le sauvetage de LTCM était indispensable pour éviter une réaction en chaîne.

Quand la " crème de la crème " (les protagonistes de LTCM) dérive à cette vitesse, on peut imaginer les dégâts potentiels sur les intervenants de " seconde zone " du marché des dérivés. Et les conséquences qui risquent d'être supportées par l'économie réelle, notamment au travers

du resserrement du crédit (*credit crunch*) avec son effet multiplicateur négatif sur la liquidité du système monétaire international.

Il y a de quoi être nerveux, d'autant plus lorsque viennent s'empiler sur ces nouveaux risques *systémiques* une bourse américaine en surchauffe.

Certains observateurs s'attachent à nous rassurer sur le fait que la situation actuelle des bourses ne serait en rien comparable avec 1929, 1973 ou 1987. Sauf que, dans les grandes crises antérieures, nous n'avions pas une économie globale qui tirait sa croissance motrice de l'interdépendance des marchés, ni une bombe financière à neutrons de 80 mégatonnes au-dessus de nos têtes...

Un message posté par un anonyme sur un forum d'Internet fin septembre 1998, un soir de diffusion du magazine télévisé *Thalassa*, résume avec humour l'impact du marché des dérivés: " *Les dérivés, c'est comme une mouette qui vient se poser sur le haut du mât d'un bateau : ça augmente le tangage du navire et, en plus, ça vous ch... dessus* ".

publié sur **Capitalaction.com** le 16/04/1999

¹ *Business Week*, 21/09/1998

² *La Tribune*, 25/09/1998

³ *La Vie Française*, 10/10/1998

⁴ *New York Times*, cité dans *La Tribune*, 13/10/1998

⁵ Discours d'Alan Greenspan à Boca Raton, 19/03/1999

⁶ *Economic Report of the [U.S.] President*, 1999 ; OCDE, Paris, 1997

Addendum postérieur à la publication (26/09/2008) :

- John Meriwether a remonté un *hedge fund* après sa débâcle de septembre 1998, *hedge fund* qui a... explosé en avril 2008, dans l'indifférence générale d'une actualité financière - il est vrai -- débordée par la crise des SubPrimes.
- *Bear Stearns* a implosé en mars 2008 et a été absorbée par *JP Morgan*.
- *Merrill Lynch* a été absorbée en catastrophe en septembre 2008 par *Bank of America*.