

# LES HEDGE FUNDS ET LA CRISE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

ANDRÉ CARTAPANIS

*Professeur, Institut d'études politiques (IEP), Aix-en-Provence  
Chercheur, Groupe de recherche en droit, économie et gestion (Gredeg)<sup>1</sup>*

JÉRÔME TEÏLETCHÉ

*Professeur associé, université Paris Dauphine  
Chercheur, Centre de recherches sur la gestion et la finance (Cereg)<sup>2</sup>*

*Que sait-on aujourd'hui quant au rôle des hedge funds dans la crise des « subprimes » ? Pour les auteurs de cet article, plus que les responsables de la crise des crédits structurés, les hedge funds en ont été les propagateurs. Le marché des CDO (collateralized debt obligations) est devenu illiquide à partir du moment où certains de ces fonds, très endettés, durent ajuster leurs positions, fussent-elles perdantes, face aux appels de marge de leurs prime brokers, eux-mêmes soumis à des tensions comparables. Si la titrisation des crédits hypothécaires n'a pas contribué à la dispersion des risques initiaux, c'est notamment parce que les effets de levier dont bénéficient les hedge funds ont changé tout à la fois l'échelle du risque, compte tenu de l'ampleur des positions à découvert, et sa nature, devenue systémique à cause de la procyclicité du leverage.*

**L**a crise financière qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 constitue de toute évidence une crise systémique. Au-delà du très fort ralentissement de la croissance mondiale qu'elle a probablement déjà provoqué, cette crise a suscité une contagion systémique vers tout un ensemble de marchés, mais aussi des dévalorisations d'actifs pour des montants considérables au sein des bilans des principaux intermédiaires financiers : les chiffres annoncés n'ont cessé d'augmenter depuis plusieurs mois et les 1 000 milliards de dollars de pertes seront très certainement dépassés (International Monetary Fund, IMF, 2008).

Mais comment en est-on arrivé là ?

On pourrait envisager de répondre à cette question

en examinant la chaîne d'innovations financières ayant rendu possible une telle contagion systémique : extension des crédits hypothécaires à risque, les fameux « *subprimes mortgage loans* », aux États-Unis ; création des SIV (*Structured investment vehicles*) et autres *conduits* permettant l'inscription hors bilan de ces créances hypothécaires ; émission et diffusion massive des dérivés de « *subprimes* » que sont certains CDO, les ABS (*Asset backed securities*) et autres MBS (*mortgage-backed securities*) parmi les investisseurs internationaux...

On pourrait s'intéresser aux conditions macro-économiques ou macroprudentielles qui ont alimenté les tensions avant de provoquer le choc de défiance : - excès de liquidités monétaires et bulle immobilière ;

- sous-évaluation d'ensemble du risque d'accident systémique ;
- hausse rapide des taux d'intérêt américains et vagues de défaillances parmi les emprunteurs hypothécaires ;
- impact des nouvelles normes comptables ou prudentielles sur les bilans bancaires...

Mais pour appréhender la dynamique de crise, on peut également tenter de discriminer les acteurs ayant joué un rôle-clé dans l'accumulation des positions à risque, les dévalorisations d'actifs et le déclenchement de la crise de liquidité. Sous cet angle, parmi les intermédiaires financiers, ce sont les banques, pourtant réputées les plus transparentes, les mieux surveillées par la supervision prudentielle et dont le comportement se trouve le plus réglementé, qui ont accumulé les expositions à risque les plus élevées et les pertes comptables les plus importantes. Le rôle des investisseurs à risque – les *hedge funds* – dans le déclenchement et l'approfondissement de la crise est plus controversé. Compte tenu du nombre relativement limité de fermetures de fonds en 2007-2008 ou de la faiblesse relative des pertes qu'ils auraient assumées, comparées à celles des banques, certains considèrent que leur responsabilité n'est pas avérée (Jacquillat, 2008 ; Simon, 2008 ; Amenc, 2007). Mais ce point de vue n'est pas partagé de façon unanime, ni sur le plan analytique (Soros, 2008 ; Aglietta, Rigot, 2008), ni sur le plan politique, on l'a vu avec les réactions quelque peu polémiques de la chancelière allemande et du président de la République française, en septembre 2007, à propos du déficit de transparence des fonds spéculatifs. D'où la question abordée dans cet article : Que sait-on aujourd'hui quant au rôle des *hedge funds* dans la crise des « *subprimes* » ?

## Pourquoi mettre en cause les *hedge funds* ?

**D**epuis la quasi-faillite de LTCM (*long term capital management*) en 1998, à l'origine d'une crise majeure de liquidité bancaire aux États-Unis, les *hedge funds* sont souvent associés aux excès de la spéculation

financière et à l'instabilité des marchés. Pourtant, les pertes abyssales en septembre 2006 du fonds *Amaranth*, de l'ordre de 6 milliards de dollars pour une *net asset value* de 9 milliards, n'ont induit aucun effet de contagion massif, ni parmi les autres fonds, ni du côté des contreparties. Les défaillances de fonds spéculatifs sont d'ailleurs restées très peu nombreuses, de l'ordre de trois pour mille par an, depuis une dizaine d'années, alors que le nombre de fonds a été multiplié par sept (Prada, 2007).

Pourtant, comparés aux fonds communs de placement ou aux *mutual funds* américains, les fonds spéculatifs ne sont pas des investisseurs comme les autres. Ils sont peu réglementés, souvent implantés *offshore*, très peu transparents. Ils mènent des stratégies dites « alternatives » en couvrant des positions longues par des ventes à découvert ou en utilisant massivement les produits dérivés. Leurs gérants y investissent une part de leur patrimoine et prélèvent des commissions très élevées en fonction des performances du fonds (2 % des actifs gérés auxquels s'ajoutent 20 % des gains). Quant à l'appellation *hedge fund*, elle recouvre une palette hétérogène de stratégies ou de « styles » de gestion de portefeuille, en fonction de deux critères-clés :

- d'abord, le type de stratégie d'investissement (directionnelle, et donc fondée sur la tendance des marchés ; non directionnelle, ou événementielle ; et d'arbitrage) ;
- ensuite, les types d'actifs et donc les marchés, privilégiés par chaque gérant ; on en déduit des typologies très étendues qui distinguent de dix à vingt « styles », selon les classifications.

Mais, c'est le recours aux effets de levier qui donne aux fonds d'investissement à risque une place particulière au sein de l'industrie financière, d'où le vocable de *Highly Leveraged Institutions* (HLIs) qu'emploie le Forum de stabilité financière (FSF). Cet effet de levier peut avoir plusieurs sources :

- la vente à découvert d'actions ou d'obligations ;
- des prises de positions sur les dérivés, avec évidemment des dépôts de marges minimales ;
- et, surtout, l'accès à des crédits bancaires ou la négociation de lignes de crédit avec les grandes banques internationales.

La combinaison de ces formules peut conduire à des niveaux de levier tout à fait considérables, de l'ordre de quatre à cinq dans certains cas exceptionnels. Seulement 30 % des fonds spéculatifs n'utilisent aucun effet de levier, certains styles de fonds y recourant à des niveaux élevés, supérieurs à deux : c'est le cas de 60 % des fonds de type *Macro Neutral Arbitrage* et de 55 % des fonds de type *Macro*, selon Van Hedge Fund Advisors International. La Financial Services Authority britannique évalue de son côté à 2,4 le recours moyen de ces fonds à l'effet de levier (Ferguson, Laster, 2007). C'est principalement grâce aux banques d'investissement exerçant des activités de *prime brokers*, notamment sur les dérivés de gré à gré, que les *hedge funds* accèdent à de tels leviers. Les *prime brokers* assurent en effet le financement garanti des expositions que prennent les fonds, mais aussi l'exécution des transactions sur dérivés. Ce faisant, ils relient directement la situation des fonds spéculatifs à celle des systèmes bancaires (Cartapanis, 2008).

Ce *leverage* crée un changement d'échelle dans la taille des positions que prennent les fonds spéculatifs, ce qui pourrait leur accorder un rôle tout particulier dans les dynamiques de crises. Près de dix mille fonds gèrent aujourd'hui entre 1 400 et 2 000 milliards de dollars d'actifs, soit une croissance annuelle de l'ordre de 20 % depuis le début des années 2000 (Ferguson, D. Laster, 2007). Ils représentent près de 30 % du volume de transactions sur les actions aux États-Unis. Quant aux plus gros gérants de *hedge funds*, ils traitaient des portefeuilles de l'ordre de

20 milliards de dollars chacun, fin 2007. Les fonds spéculatifs peuvent ainsi contribuer à l'aggravation d'une crise financière, par exemple s'ils prennent de très importantes positions courtes sur un actif déjà orienté à la baisse, et donc en menant des stratégies de type *positive feedback trading*.

Est-ce à dire que les *hedge funds* ont eu un rôle décisif dans le déclenchement de la crise de 2007-2008 ? C'est peu probable.

## La responsabilité limitée des *hedge funds* dans la crise d'illiquidité de 2007-2008

Lorsque la crise s'est déclenchée sous la forme dans un premier temps de l'illiquidité de la plupart des marchés de dérivés de « *subprimes* », les yeux se sont naturellement tournés vers les *hedge funds*. En effet, ceux-ci sont réputés être des acteurs majeurs sur ce type de marché. Blundell-Wignall (2007) fournit l'une des rares estimations de la répartition des acheteurs des différentes tranches de CDO (tableau 1). Au moment de la crise, les *hedge funds* détenaient plus de 46 % du total, mais surtout plus de 80 % des tranches les plus risquées (*equity*). Avec près de 1 400 milliards de dollars de détention de tranches de CDO, à comparer aux 2 000 milliards d'actifs sous gestion, les *hedge funds* se sont donc trouvés au cœur de la crise des « *subprimes* ».

Tableau 1 - La place des *hedge funds* dans la détention de CDO avant la crise

	Assurances (%)	<i>Hedge funds</i> (%)	Banques (%)	<i>Asset Managers</i> (%)
AAA	6,9	12,1	14,5	5,8
AA	1,2	4	3,5	4
A	0,3	4,6	1,4	2,9
BBB	0,6	4,3	0,3	4
BB	0	2,3	0,3	0,3
Equity	0,9	19,1	4,9	1,7
<b>Total en %</b>	<b>9,8</b>	<b>46,5</b>	<b>24,9</b>	<b>18,8</b>
<b>Total en Mds USD</b>	<b>295</b>	<b>1 396</b>	<b>746</b>	<b>564</b>

Source : A. Blundell-Wignall (2007), à partir de données privatives de banques, p. 45.

Et de fait, on peut marquer le début de la crise entre mai et juillet 2007 avec la faillite de plusieurs *hedge funds* spécialistes des dérivés de crédit : UBS Dillon Reed Capital Management, Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund et Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund. Durant le second semestre 2007 et au début 2008, d'autres fonds – pour la plupart investis dans des ABS « *subprimes* » – ont connu des difficultés les conduisant à suspendre les remboursements aux investisseurs ou à faire faillite. On peut en donner la liste<sup>3</sup> sans doute non exhaustive : Bear Stearns ABS, Caliber, Galena Street, Solent, Basis Capital, Cheyne, Synapse, Thornburg, CSO Partners et Falcons Partners (deux *hedge funds* de Citigroup), et Peloton. Parmi les facteurs communs à tous ces épisodes de crises figurent une utilisation exagérée du levier bien au-delà de celui naturellement présent dans les produits structurés, une sous-estimation du risque

sous-jacent, des difficultés à refinancer les emprunts et, donc, une situation d'illiquidité.

Au final, toutefois, avec une grosse dizaine de fonds en difficulté et moins d'une vingtaine de milliards de dollars de pertes en 2007, on est très en deçà des chiffres annoncés pour les banques. Les *hedge funds* semblent donc avoir été nettement moins exposés à la crise des dérivés de crédits hypothécaires américains que ces dernières, contredisant les *a priori* à ce sujet. Dans une estimation récente (tableau 2), le Fonds monétaire international (FMI, 2008) considère d'ailleurs que les *hedge funds* n'ont subi que 22,8 % des pertes liées aux « *subprimes* » en 2006, contre 53,3 % pour les banques. Il en est de même en 2007 : jusqu'en novembre, les *hedge funds* auraient perdu 20,4 milliards de dollars (29,2 % du total), contre 28,8 milliards de dollars pour les banques (41,3 % du total).

**Tableau 2 - Expositions et pertes liées aux « *subprimes* » américains (en Mds USD et en %)**

	Exposure <sup>1</sup>			Losses		
	2005	2006	2007 <sup>2</sup>	2005	2006	2007 <sup>2</sup>
	<i>Total amount (in billions of U.S. dollars)</i>					
Banks <sup>3</sup>	155.3	263.9	126.5	-8.8	-62.8	-28.8
Hedge funds	69.8	98.1	77.6	-6.7	-26.9	-20.4
Insurance companies	78.4	105.9	83.7	-1.6	-20.8	-15.1
Finance companies	24.6	30.2	23.8	-0.6	-4.8	-3.6
Mutual funds/pension funds	14.8	18.2	14.3	-0.4	-2.5	-1.9
Total	342.9	516.3	325.9	-18.1	-117.8	-69.8
	<i>As a percent of total</i>					
Banks <sup>3</sup>	45.3	51.1	38.8	48.6	53.3	41.3
Hedge funds	20.4	19.0	23.8	37.0	22.8	29.2
Insurance companies	22.9	20.5	25.7	8.8	17.7	21.6
Finance companies	7.2	5.8	7.3	3.3	4.1	5.2
Mutual funds/pension funds	4.3	3.5	4.4	2.2	2.1	2.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Goldman Sachs.

<sup>1</sup>Par amounts for securities and notional amounts for derivatives.

<sup>2</sup>As of November 2007.

<sup>3</sup>Including investment banks.

Source : IMF (2008), p. 78.

Deux thèses s'opposent pour rationaliser ce tableau comparé des pertes enregistrées par ces deux catégories d'acteurs.

La première consiste à considérer que les *hedge funds* auraient pu dissimuler une partie de leurs pertes jusqu'à présent car, à l'inverse des banques, il s'agit d'acteurs faiblement réglementés qui peuvent donc se permettre d'être moins prompts (grâce à la

règle de *lock-up*) et/ou moins pessimistes dans la valorisation des titres en détresse devenus illiquides. De ce point de vue, il est édifiant d'observer qu'un fonds comme Peloton a pu afficher une performance impressionnante en 2007 (+ 86 %, contre + 10 % pour l'ensemble de l'industrie des *hedge funds* en moyenne) avant de disparaître en moins de deux mois...

Une autre explication est toutefois apportée. Sans contester les imprudences d'un certain nombre de fonds, très engagés sur les CDO, les ABS ou les MBS, ce qui leur a permis d'accéder à des performances tout à fait hors-norme jusqu'en 2003-2004, l'exposition de l'ensemble des *hedge funds* aux produits structurés de crédit aurait été largement surestimée. D'abord, parce que contrairement aux actions, les dérivés de crédit représentent une classe d'actifs qui est loin d'être dominante parmi les fonds d'investissement à risque puisque 10 à 15 % seulement des encours sont concernés par ce type d'allocation, *via* les stratégies *Distressed*, *Fixed Income Arbitrage*, et une partie des *Convertible Arbitrage* ou des *Event-Driven*. Certes, il s'agissait depuis quelques années d'une catégorie en pleine expansion, notamment pour les gérants spécialistes de l'arbitrage sur certaines tranches de CDO, mais ces types de fonds ont connu une diffusion limitée du fait de la faiblesse de leur *track record*. Ensuite, comme c'est fréquemment le cas avec les *hedge funds*, parce qu'un choc de marché négatif peut aussi apporter des gains significatifs, par exemple si les fonds prennent des positions *short* sur le « *subprime* », typiquement en achetant de la protection sur les indices de CDS ABX et CMBX. La crise des « *subprimes* » a ainsi rendu célèbres plusieurs gérants de *hedge funds*, comme Andrew Lahde (+ 870 % en 2007 !), les gérants de Harbinger Capital Partners et, surtout, John Paulson, un ancien de Bear Stearns, qui aurait récemment gagné près de 3 milliards de dollars de commissions. Il est vrai que c'est dans la culture des *hedge funds* de ne s'exposer que partiellement au directionnel de marché, d'où leur nom de *hedge*. Cela signifie que même si leurs positions étaient importantes en termes bruts sur le crédit structuré, elles étaient probablement beaucoup plus faibles en termes nets. *A contrario*, les banques qui structurent ces produits n'ont pas vocation, en général, à se positionner sur le directionnel du marché, la position longue étant dans la plupart des cas un résidu de ce qu'elles ne parviennent pas à placer. En adoptant des positions courtes, les *hedge funds* ont sans doute accentué la crise d'illiquidité mais certaines banques ont suivi le même comportement opportuniste, à l'image de Goldman Sachs.

La crise financière de 2007-2008 est le résultat d'un enchaînement de causalités, de l'extension déraisonnable des crédits hypothécaires « *subprimes* » à leur titrisation sans discernement dans des tranches de plus en plus risquées de dérivés de crédit, sans oublier les effets de la hausse des taux d'intérêt américains. Mais l'acquisition massive de CDO ou d'ABCP (*Asset backed commercial paper*) de la part des *hedge funds*, dans un climat d'euphorie, a évidemment alimenté le risque systémique et a sans doute contribué au basculement brutal dans l'illiquidité, après le mois d'août 2007 lorsque les défaillances des emprunteurs primaires sur le marché hypothécaire américain se sont multipliées, suscitant une inquiétude grandissante et, bientôt, un mouvement de panique. Mais à l'exception d'une minorité d'entre eux, il semble que les *hedge funds* se sont moins engagés que les banques dans de tels paris, ce qui apparaît très nettement dans les estimations du FMI quant aux expositions acquises par chaque type d'intermédiaire sur les « *subprimes* » (tableau 2) :

- 69,8 milliards de dollars pour les *hedge funds* contre 155,3 milliards pour les banques, en 2005 ;
- 98,1 milliards de dollars, contre 263,9 milliards en 2006 ;
- 77,6 milliards de dollars contre 126,5 milliards en 2007.

Et l'on remarque également que les sociétés d'assurances ont adopté des positions du même type pour des sommes systématiquement plus importantes que celles allouées par les fonds spéculatifs : respectivement, pour des montants de 78,4 milliards, 105,9 et 83,7 milliards de dollars.

## La propagation de la crise d'illiquidité et les *hedge funds*

On a noté précédemment que les *hedge funds* sont des utilisateurs permanents de l'effet de levier, notamment dans les stratégies d'arbitrage où les gérants cherchent à amplifier les gains liés au portage de *spreads* initialement limités. Ce levier est fourni par

leurs *prime brokers*, via des lignes de crédit ou des prêts de titres. Or, ce sont les grandes banques internationales qui assurent cette fonction de *prime brokerage*, celles-là même qui ont été prises dans la tourmente de la crise des dérivés de « *subprimes* », qui se sont trouvées à la recherche de liquidités, apportées, en dernier ressort, par les banques centrales. Elles se trouvent tenues aujourd'hui d'assainir leurs bilans. C'est dans cet environnement que les relations se sont fortement tendues entre les banques et les *hedge funds* qui constituaient pourtant jusqu'alors leurs meilleurs clients du fait de l'importance des commissions versées, à hauteur de 25 % des revenus des banques d'investissement (Dubois, Mustier, 2007). Mais cette situation a précipité plusieurs *hedge funds* vers la faillite.

Le mois d'août 2007 avait constitué une première illustration de ce que l'on pourrait appeler un risque de *prime brokerage* avec une performance négative de plus de 2 % pour les *hedge funds*, soit la plus forte

baisse depuis début 2000, alors même que les marchés action, quant à eux, avaient progressé sur l'ensemble du mois (tableau 3). Ce sont les banques en effet qui ont été à l'origine de plusieurs défaillances lorsque, prises de panique devant le renversement de tendance des marchés action, les premières inquiétudes sur les crédits hypothécaires américains et l'*unwinding* des *carry trade* de change, en milieu de mois, elles ont alors exigé un *deleveraging* massif parmi les *hedge funds* notamment en augmentant les *haircuts*, les marges sur les crédits. C'est ce qui a conduit ces investisseurs à vendre au plus bas et à subir des pertes importantes. L'événement a d'abord été considéré comme un phénomène isolé car les mois qui suivirent furent globalement porteurs pour les *hedge funds* (tableau 3), renforçant d'ailleurs l'impression d'un impact limité de la crise financière sur leurs performances tandis que les banques rivalisaient d'annonces de *write downs* toujours plus impressionnants.

Tableau 3 - Évolution de performances des styles de stratégies de *hedge funds* durant la crise 2007-2008, en %

	année 2007	août 2007	sept. 2007	oct. 2007	nov. 2007	déc. 2007	jan. 2008	fév. 2008	mars 2008
<b>Indices généraux</b>									
Fonds de fonds	10.26	-2.18	2.16	3.07	-1.50	0.46	-2.93	1.42	-2.34
Indice global	9.96	-1.53	2.69	2.85	-2.20	0.53	-2.59	1.86	-2.00
<b>Stratégies Actions</b>									
Equity Hedge (Long/Short)	10.46	-1.67	3.18	3.09	-2.89	0.50	-4.39	1.54	-3.00
Equity Market Neutral	5.30	-1.26	0.72	0.90	-0.30	0.45	-0.95	1.36	-1.08
Equity Quantitatif	12.24	-1.51	4.07	4.27	-4.69	0.27	-5.14	1.86	-1.86
Equity Short Sellers	4.72	1.75	-1.63	-0.11	6.06	0.31	4.48	1.97	0.92
<b>Stratégies directionnelles</b>									
Global Macro	11.13	-2.11	3.23	3.26	-0.89	1.01	1.06	4.90	-0.89
Global Macro Systematic Traders	10.44	-2.55	6.20	6.43	-4.41	1.36	2.84	6.78	-0.24
Emerging	24.91	-2.58	4.66	4.81	-2.66	1.75	-5.83	2.92	-5.13
<b>Stratégies Event-Driven</b>									
Distressed	5.06	-1.43	0.75	1.76	-2.22	-0.11	-2.54	0.10	-0.88
Merger Arbitrage	7.05	0.37	0.98	1.89	-1.46	-0.28	-1.72	0.97	-0.83
<b>Relative Value</b>									
Multistratégie	1.96	-1.20	1.46	0.98	-1.21	0.18	-0.90	0.40	-3.19
Fixed Income -Corporates	-0.73	-1.55	1.66	1.25	-1.80	-0.11	-1.95	-0.65	-1.61
Fixed Income - Asset Backed	1.89	-1.29	0.83	0.73	-0.68	-0.12	0.66	0.66	-0.06
Fixed Income - Arbitrage de convertibles	5.32	-1.02	1.57	1.96	-1.03	-0.31	-1.36	-0.99	-3.82
<b>Indicateurs de marché globaux</b>									
Indice S&P 500	5.49	1.50	3.74	1.59	-4.18	-0.69	-6.00	-3.25	-0.43
Indice MSCI World	5.20	-0.01	3.03	2.16	-4.24	-0.78	-8.38	-1.67	-2.08
Indice Obligataire Monde Citigroup	3.72	1.13	0.13	0.67	1.26	0.02	1.74	0.60	0.08
Indice de volatilité implicite VIX	17.73	23.4	18.0	18.5	22.9	22.5	26.2	26.5	25.6

Sources : Indices HFR (www.hedgefundresearch.com), Datastream.

Les ennuis allaient toutefois rapidement revenir pour les *hedge funds* par la combinaison de deux mécanismes. D'une part, la perspective d'une récession de plus en plus probable aux États-Unis a précipité l'ensemble des marchés action de la planète dans un véritable krach, au premier trimestre 2008, provoquant de fortes pertes pour la quasi-totalité des stratégies de *hedge funds* (hors *Global Macro/CTA* et *Short Seller* évidemment). Pour environ la moitié d'entre eux, les *hedge funds* peuvent être assimilés à des *stock pickers*. Lorsque les marchés action s'effondrent, leur situation devient délicate car ils affichent un *bêta* positif (pour les *Long-Short Equity*) ou parce que les *deals* de M&A sont remis en cause (stratégies de *Merger Arbitrage*). Mais ce sont les nouvelles restrictions de liquidité imposées par les *prime brokers* qui vont provoquer, dans la deuxième quinzaine de mars 2008, une cascade d'énormes difficultés pour de nombreux fonds, parmi les plus importants : Carlyle, Focus, Drake, Blue River, D.B. Zwirn, Pardus, Sailfish, Tisbury, JMW Partners, Platinum Grove <sup>4</sup>, plusieurs fonds de Citigroup. Certains *hedge funds* ont d'ailleurs abandonné leurs *prime brokers* au premier rang desquels figurait Bear Stearns, précipitant la faillite de ce dernier.

Autant en mars 2008 qu'en août 2007, on a donc observé une surréaction des pertes globales des *hedge funds* vis-à-vis de ce qu'elles auraient dû être sur la base de leurs niveaux d'exposition sur différents marchés, simplement à cause de la crise d'illiquidité véhiculée par les banques <sup>5</sup>. La situation est à nouveau très tendue aujourd'hui entre les *prime brokers* et les *hedge funds* : en restreignant la liquidité, les *prime brokers* provoquent des ventes à perte chez les *hedge funds*, ce qui induit des demandes de remboursement de la part des investisseurs, engendrant de nouveaux besoins de financement qui, s'ils sont refusés, entraînent de nouvelles difficultés. Cette dynamique, typique des crises d'illiquidité systémique, semble se traduire par un ralentissement des souscriptions auprès des *hedge funds* et, apparemment, par des retraits nets de la part des investisseurs depuis le début 2008. Pourtant, les *prime brokers* restent à la recherche des commissions de courtage que génèrent

les *hedge funds*. Ils sont parfois directement associés à leurs performances, notamment lorsqu'ils vendent des produits structurés, du type capital garanti sur un panier de *hedge funds*. Sans le rétablissement de cette relation privilégiée entre *hedge funds* et *prime brokers*, l'industrie des fonds spéculatifs pourrait voir sa spécificité menacée dans les prochains mois. C'est là un phénomène d'autant plus inquiétant pour les *hedge funds* que le *credit crunch* a toutes les chances de ne pas les épargner.

## Pour conclure : vers un nouveau paradigme des marchés financiers ? <sup>6</sup>

Les *hedge funds* ne sont pas les principaux responsables de la crise des « *subprimes* » et de ses conséquences systémiques. Tel est le principal enseignement qui se dégage de cette analyse. Cela ne signifie pas que l'on doit les exonérer de toute influence dans le scénario d'ensemble de la crise systémique, à côté des banques, des agences de notation, des courtiers ayant initié les crédits hypothécaires américains à risque...

Une crise systémique répond à des risques systémiques qu'alimentent les innombrables externalités des systèmes financiers. De ce point de vue, les *hedge funds* ont été les propagateurs de la crise des crédits structurés (Aglietta, Rigot, 2008). Car le marché des CDO est devenu illiquide à partir du moment où certains de ces fonds, très endettés, devaient ajuster leurs positions – fussent-elles perdantes – face aux appels de marge de leurs *prime brokers*, eux-mêmes soumis à des tensions comparables (Dodd, 2007). D'où la suspension des transactions, la disparition de tout prix de marché pour certains CDO, surtout pour les tranches les plus risquées (*equity* et *mezzanine*).

Si la titrisation des crédits hypothécaires n'a pas contribué à la dispersion efficace des risques initiaux, c'est sans doute à cause de certaines notations déraisonnables, mais c'est également parce que le

*leverage* avait changé tout à la fois l'échelle et la nature du risque « *subprime* ». L'échelle du risque d'abord, compte tenu de l'ampleur des positions à découvert accumulées par les *hedge funds*, mais aussi par les banques ou les sociétés d'assurances, sur l'ensemble des dérivés de « *subprimes* », bien au-delà du risque spécifique de non-recouvrement d'une part des crédits hypothécaires américains. La nature du risque ensuite, compte tenu des rapports entre le niveau de *leverage*, la dynamique d'ensemble du système économique et le cycle du crédit. Car les effets de levier sont procycliques (Buitier, 2007 ; White, 2008). C'est dans le climat euphorique de la première moitié des années 2000 que, tout à la fois, les crédits « *subprimes* » se sont fortement développés aux États-Unis, les dérivés de crédits se sont multipliés, les leviers accordés par les *prime brokers* – et donc par des banques – ont beaucoup augmenté, sans parler de l'inflation des prix d'actifs. Très classiquement, au vu de l'histoire des crises financières, c'est dans une période de croissance et de prospérité que la sous-estimation du risque systémique s'installe. Lorsque le « climat » change pour des raisons endogènes à la sphère financière ou en réponse à un choc macroéconomique, par exemple avec la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis après 2005, alors le scénario s'inverse, le cycle du crédit s'engage dans une nouvelle phase, le *deleveraging* en amplifie les effets, par exemple auprès des *hedge funds*, l'assèchement de la liquidité s'installe et la crise systémique s'étend malgré les interventions en dernier ressort des banques centrales qui colmatent les brèches. Nous en sommes là, au printemps 2008.

Paradoxalement, le nouveau paradigme des marchés financiers, qu'appelle de ses vœux G. Soros, le fondateur du célèbre fonds Quantum, consiste d'abord à limiter les effets de levier, en particulier pour les *hedge funds*. Le renforcement de la transparence, l'amélioration des modèles de notation peuvent peut-être y contribuer... Mais cela ne saurait répondre à la question de la procyclicité qui caractérise les systèmes financiers et principalement, en leur sein, les banques. C'est la raison pour laquelle, dans une période où les propositions de réforme de l'architecture financière se multiplient afin de mieux prévenir

l'instabilité, notamment à l'initiative du Trésor américain ou du G7, le recours à une approche macroprudentielle paraît s'imposer (White, 2008 ; Cartapanis, 2003) notamment en introduisant un provisionnement dynamique dans le domaine de la réglementation des banques.

#### Notes

1. Gredeg, UMR 6126, CNRS, université de Nice Sophia Antipolis.
2. Cereg-DRM Finance, UMR 7088, CNRS – Université Paris Dauphine.
3. Pour des informations détaillées sur les différentes faillites de hedge funds, on peut se reporter au site : <http://hf-implode.com>
4. Pour l'anecdote, on retiendra que les fonds JMW Partners et Platinum Grove sont dirigés par deux anciens membres-clés de LTCM, à savoir J. Meriwether et le prix Nobel d'économie, M. Scholes, respectivement.
5. Voir G. Monarcha et F. Pochon (2008) pour une quantification de ce phénomène.
6. Pour reprendre le titre du dernier ouvrage de G. Soros (2008) : *The New Paradigm for Financial Markets : The Great Credit Crash and What It Means*, *Public Affairs*, London.

#### Bibliographie

- AGLIETTA, M. ; RIGOT, S., « La réglementation des *hedge funds* face à la crise financière. Une contribution au débat », Document de recherche, EconomiX, UMR 7166, CNRS – Université de Paris X – Nanterre, mars, 2008.
- AMENC, N., « Trois premières leçons de la crise des crédits "*subprimes*" », Edhec-Risk and Asset Management Research Centre, Nice, août, 2007.



- BLUNDELL-WIGNALL, A., « Structured Products : Implications for Financial Markets », *OECD Financial Market Trends*, n° 93, vol. 2007/2, 2007.
- BUIER, W., « Lessons from the 2007 Financial Crisis », CEPR (Centre for Economic Policy Research) Policy Insight, n° 18, December, 2007.
- CARTAPANIS, A., « Vers une prévention macroprudentielle des crises financières internationales », *Revue d'économie financière*, n° 70-1, 2003.
- CARTAPANIS, A., « Les *hedge funds* et le risque systémique », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris, 2008.
- DODD, R., « Tentacles of a crisis », *Finance and Development*, vol. 44, n° 4, December, 2007.
- DUBOIS, A. ; MUSTIER, J.-P., « Risques et rendement des activités bancaires liées aux *Hedge Funds* », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 10, avril, 2007.
- FERGUSON, R. ; LASTER, D., « *Hedge Funds* et risque systémique », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 10, avril, 2007.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, « Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness », Global Financial Stability Report, Washington, April, 2008.
- JACQUILLAT, B., « *Hedge funds* et private equity : leur apport à la gouvernance des entreprises cotées », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris, 2008.
- MONARCHA, G. ; POCHON, F., « *Hedge funds* et persistance de la crise de liquidité : où se situent les risques ? », Natixis Special Report, 8 avril, 2008.
- PRADA, M., « Le monde des *Hedge Funds* : préjugés et réalité. La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 10, avril, 2007.
- SIMON, Y., « Les *hedge funds*, la titrisation et la crise de l'été 2007 », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris, 2008.
- SOROS, G., *The New Paradigm for Financial Markets : The Great Credit Crash and What It Means*, Public Affairs, London, 2008.
- WHITE, W., « *Past financial crises, the current financial turmoil, and the need for a new macrofinancial stability framework* », Speech at the LSE Financial Markets Group and Deutsche Bank Conference, « *The structure of regulation : lessons from the crisis of 2007* », London, 3 march, 2008.

