

# EURO 92

## Analyses

### LA VERITE SUR LE SAUVETAGE DE L.T.C.M., UN AN APRES...

**Ce qui se serait passé si la FED n'était pas intervenue...**

Kevin DOWD

Université de Sheffield – CATO Institute

*En principe les libéraux soutiennent qu'il ne faut jamais sauver les « canards boiteux ». Pourtant, l'an dernier, nombreux sont ceux qui ont accepté le sauvetage de L.T.C.M. par la banque centrale américaine. Le contexte – la crise de liquidité mondiale provoquée par la banqueroute russe – semblait justifier une telle entorse aux principes. Qu'il en soit ainsi démontre la difficulté de maintenir une position cohérente lorsque cela suppose d'aller à l'encontre de la vision dominante véhiculée par les médias et les leaders d'opinion. Il est donc nécessaire de revenir de temps à autre, lorsque l'actualité s'y prête, à des argumentaires de base conçus pour débusquer les virus intellectuels que même les esprits les mieux trempés ne savent pas toujours éviter. C'est pourquoi nous vous proposons aujourd'hui de larges extraits d'un texte du CATO Institute où l'auteur, le professeur Kevin Dowd, revient sur l'idée contestable qu'en intervenant ainsi la Réserve Fédérale aurait sauvé l'économie mondiale<sup>1</sup>.*

**H.L.**

Il y a tout juste un an, en septembre 1998, la FED américaine organisait le sauvetage de LTCM, l'un des fonds spéculatifs (*hedge funds*) américains les plus connus, alors au bord de la faillite. La FED est intervenue car elles craignaient les conséquences catastrophiques d'une telle faillite sur l'ensemble des marchés financiers.

La thèse de ce papier est que rien n'imposait, ni ne justifiait un tel sauvetage. L'intervention de la FED n'était pas nécessaire pour éviter la faillite. Celle-ci n'avait aucun caractère inévitable. Et même si elle avait été

déclarée, elle n'aurait pas nécessairement eu d'aussi graves conséquences que celles anticipées par la FED. Par ailleurs, laisser LTCM faire faillite aurait sans doute eu un effet salutaire sur les marchés. Un signal fort aurait été envoyé aux marchés que, quelle que soit sa taille, aucun établissement victime d'une mauvaise gestion ne devait espérer échapper à ses responsabilités (...).

LTCM (*Long Term Capital Management*) a été fondé en Mars 1984 par John Merriwether, un ancien employé vedette de Salomon Brothers, en association

<sup>1</sup> Kevin Dowd, « *Too Big to Fail : Long-Term Capital Management and the Federal Reserve* », Cato Briefing Paper, septembre 1999, CATO Institute, Washington (adresse Web : [www.cato.org](http://www.cato.org))

avec un petit groupe d'investisseurs, parmi lesquels figuraient les deux prix nobel d'économie 1997, Robert Merton et Myron Scholes. A l'origine le fond s'était spécialisé dans l'arbitrage de gros contrats portant sur la vente et l'achat d'obligations, ainsi que sur des produits dérivés du marché obligataire. Mais progressivement il a diversifié son activité en lui donnant une tournure de plus en plus nettement spéculative. Conçu initialement comme un fond d'arbitrage, LTCM s'est de plus en plus comporté comme un « macro fund » faisant de la spéculation pure, sans couverture, et prenant de grands risques avec un ratio d'endettement très élevé. Ce fut une réussite. Le fond a obtenu un taux moyen de retour annuel sur investissement de l'ordre de 40 %. A la fin de 1997 il avait presque triplé l'argent mis au départ par les investisseurs. Ses résultats, la renommée de ses actionnaires ont fait de LTCM une valeur de placement très prisée des investisseurs. La liste des personnes et sociétés qui y ont mis leur argent est une sorte de « who's who » en réduction de la haute finance américaine. LTCM est devenu l'enfant chéri de Wall Street.

### ***L'histoire de LTCM***

A cette époque, l'ensemble des actifs détenus par LTCM avoisinait les 120 milliards de dollars, pour un montant de capitaux propres égal à 7,3 milliards. Toutefois, malgré un effet de levier très élevé – avec des placements égaux à 16 fois les fonds propres –, ses dirigeants ont considéré que le niveau de ses capitaux propres était encore trop important et l'empêchait d'afficher des taux de rendement aussi élevés que ceux qu'ils s'étaient fixés comme objectif. Ils ont donc décidé de rembourser aux actionnaires pour 2,7 milliards de dollars, ramenant ainsi le total des fonds propres à 4,8 milliards, ce qui permettait de faire passer le ratio d'endettement de 16 à 25 pour 1. Les managers de LTCM faisaient ainsi un pari dangereux : ils augmentaient le taux de risque de l'entreprise afin de gonfler les rendements des actionnaires.

### ***Les difficultés fondent sur LTCM***

C'est alors que la chance a tourné. Durant la première moitié de 1998 les marchés s'étaient bien comportés, mais brutalement, au début de l'été, les conditions se sont profondément détériorées, imposant à LTCM d'importantes pertes pour le mois de juillet. Le désastre est arrivé au mois d'août lorsque le gouvernement russe a dévalué le rouble et décidé un moratoire de ses dettes. A la suite de cet événement, la valeur des emprunts émis par les pays émergents s'est effondrée, et l'on a assisté à un très fort accroissement de l'écart entre les taux exigés par le marché pour souscrire aux emprunts des pays en voie d'industrialisation ou en transition, et ceux des pays industrialisés. Tout cela était très mauvais pour LTCM car le fond avait massivement parié sur un rétrécissement de l'écart. En outre le fond accumulait également d'importantes pertes sur ses autres opérations spéculatives. Résultat : au mois d'août LTCM se retrouvait avec un montant de fonds propres ramené à 2,3 milliards de dollars, ce qui équivalait à diviser par deux son capital par rapport au début de l'année. Au même moment le total de ses engagements s'élevait à 107

milliards soit un rapport actifs/capitaux propres atteignant le chiffre record de 45 pour 1.

Au fur et à mesure que ses pertes s'accumulaient, le fond éprouvait une peine croissante à répondre aux appels de marge stipulés par ses contrats. Il lui fallait affecter une part croissante de ses actifs au respect de ses obligations de garantie vis à vis des contreparties. Mais LTCM se trouvait de plus en plus à court d'actifs de haute qualité pour servir de garantie, ce qui l'empêchait de maintenir ses positions. Il se heurtait par ailleurs au caractère relativement illiquide de la plupart de ses placements, même en temps normaux, et donc encore plus difficiles à vendre en période de tension et de baisse générale des marchés.

A la fin du mois d'août le fond se trouvait donc en réelles difficultés. Le 2 septembre 1998 ses dirigeants envoyèrent une lettre aux investisseurs leur décrivant la situation et leur demandant de souscrire à une nouvelle augmentation du capital. Bien évidemment, une fuite transmise l'information aux médias et très rapidement les difficultés financières de LTCM furent connues de tout le monde.

Au cours des trois semaines qui suivirent la situation continua de se dégrader, les managers du fond consacrant leur temps à chercher désespérément de nouveaux concours pour maintenir l'entreprise à flot. Mais rien ne vint, et le 19 septembre le capital de LTCM se trouvait réduit à moins de 600 millions de dollars. Comme le montant total des engagements avoisinait encore les 80 milliards le ratio d'endettement atteignait alors des niveaux quasi stratosphériques – le signe le plus sur d'une fin proche. Toute personne un tant soit peu familière avec les activités de LTCM ne pouvait espérer que le fond tienne huit jours de plus sans secours extérieur.

### ***La Réserve Fédérale intervient.***

Tant la Réserve Fédérale que Wall Street observaient la dégradation de la situation de LTCM avec une crainte grandissante. Beaucoup de firmes de Wall Street y avaient placé d'importantes sommes d'argent et s'inquiétaient des répercussions sur les marchés financiers d'une possible faillite. La FED s'est sentie obligée d'intervenir. Le 20 septembre une délégation commune de la Banque Fédérale de Réserve de New York et du Trésor américain rendit visite aux dirigeants de LTCM afin de s'informer de la situation. Au cours de cette rencontre, les managers du fond informèrent leurs interlocuteurs que la situation était en fait potentiellement pire que ce que la plupart des observateurs extérieurs croyaient. Les agents du FED en sortirent avec la conviction qu'il fallait d'urgence préparer une opération de secours afin d'éviter la faillite et les conséquences désastreuses qu'un tel événement aurait sur les marchés.

En conséquence la Réserve Fédérale de New York prit contact avec les principales firmes propriétaires des créances les plus importantes et les invita à réfléchir d'urgence à la mise sur pied d'un dispositif de secours. Rapidement il fut acquis que ce consortium mené par la FED interviendrait pour porter secours à LTCM, à condition que d'ici là personne ne se manifeste pour reprendre ses actifs. Toutefois, tôt le matin où les membres de ce groupe se réunirent, le mercredi 23 septembre, ils apprirent qu'un autre groupe de financiers

venait tout juste de faire une offre de rachat, et que celle-ci expirait à midi du même jour. Ils décidèrent donc de surseoir à leur réunion et d'attendre de voir comment les dirigeants du fond allaient répondre à cette proposition.

Un groupe conduit par la firme de Warren Buffett, Berkshire Hathaway, et comprenant Goldman Sachs ainsi qu'un géant des assurances américaines, l'American International Group, venait en effet d'offrir aux actionnaires une somme de 250 millions de dollars pour son rachat, avec promesse d'y remettre pour 3,75 milliards de fonds nouveaux. Cette offre suffisait à sauver l'entreprise de la faillite. Mais, en contrepartie, elle impliquait que les actionnaires perdent tout ce qu'ils y avaient mis – à l'exception de la soule de 250 millions à se partager -, et que les dirigeants actuels s'en aillent. Les motivations profondes de cette offre étaient purement commerciales. Ses auteurs ne prétendaient aucunement « sauver les marchés mondiaux ». Ainsi que l'écrivit à l'époque un journaliste de Newsweek : « Buffet n'était animé par aucun esprit particulier de charité publique. Il s'agissait pour lui de mettre simplement en pratique ce qu'il prêchait : acheter quelque chose pour moins cher que ça ne vaut réellement. Même chose pour Goldman Sachs qui a fait des tonnes d'argent en rachetant des entreprises en faillite ou en jouant sur les banqueroutes immobilières... Ces gars n'agissaient pas pour sauver les marchés financiers mondiaux. Leur seule motivation était de faire beaucoup de dollars en reprenant ce qui pouvait encore être sauvé du cadavre à moitié froid de LTCM ».

Si elle avait été acceptée, l'offre aurait mis un terme à la crise sans qu'il soit le moins du monde nécessaire d'y impliquer la Réserve Fédérale. On aurait eu un beau cas d'école de la manière dont des entreprises privées peuvent résoudre un tel problème de leur propre chef, sans qu'il soit nécessaire de faire appel à une autorité publique quelconque.

Mais ce n'est pas ce qui s'est passé. Les dirigeants du fond ont repoussé l'offre, et l'on peut penser que s'ils l'ont fait c'est parce qu'ils étaient persuadés qu'ils feraient de toute façon une meilleure affaire en traitant avec le consortium constitué sous l'égide de la Réserve Fédérale. La décision ayant été connue à midi, dès l'après midi les discussions reprenaient sous la houlette des représentants de la banque centrale, et dès le soir même un accord était conclu sur la mise au point d'un plan de sauvetage. LTCM l'avalisait immédiatement et le résultat était aussitôt rendu public. Aux termes de cet accord, quatorze des plus importantes banques et maisons de courtage de Wall Street – parmi lesquelles UBS, Goldman Sachs et Merrill Lynch, mais pas la Réserve Fédérale – acceptaient d'injecter 3,65 milliards de dollars de capital nouveau en échange de la cession de 90% des actions. Les actionnaires s'en tiraient ainsi en conservant 10 % du capital pour une valeur globale tournant autour de 400 millions. Cela valait nettement mieux que ce que Warren Buffett leur avait proposé. L'accord était également bien meilleur pour les managers : il était prévu qu'ils conservent leur poste, et donc les émoluments qu'ils auraient perdu s'ils avaient accepté l'offre de Buffett. Le contrôle de LTCM passa ainsi entre les mains d'un nouveau conseil constitué par le consortium. L'annonce publique du sauvetage mit immédiatement fin aux inquiétudes sur l'avenir des activités du fond. Dès la fin de l'année ses opérations étaient redevenues profitables.

### ***L'intervention de la FED était-elle justifiée ?***

Les gens de Wall Street poussèrent pour la plupart un soupir de soulagement. Ailleurs, les réactions furent souvent beaucoup plus réservées. L'intervention de la banque centrale fut sévèrement critiquée. Le House Committee on Banking and Financial Services de la Chambre des Représentants organisa une session d'enquête au cours de laquelle plusieurs acteurs de l'affaire furent appelés à comparaître. C'est ainsi que le Président de la Federal Reserve de New York, William McDonough, ainsi qu'Alan Greenspan furent convoqués pour témoigner, le 1<sup>er</sup> octobre 1998. Ils se concentrèrent sur trois aspects :

- \* l'accord de sauvetage lui-même,
- \* le caractère nécessaire (ou non) de l'intervention de la banque centrale,
- \* ce qui se serait passé sur les marchés financiers si LTCM avait été mis en faillite.

### ***Solution privée ou sauvetage public ?***

McDonough présenta l'accord de sauvetage comme « une solution privée à un problème privé, fondée sur l'injection de nouveaux capitaux dans LTCM par les créanciers du fond et ses contreparties ». Il réfuta l'idée que la Réserve Fédérale avait volé au secours de LTCM en faisant observer que le contrôle du fond était passé entre les mains d'un nouveau directoire de quatorze personnes nommées par les créanciers et que « les actionnaires initiaux en avaient pris un sacré coup ». Il insista également sur le fait que « personne à la Federal Reserve n'avait fait pression sur personne, et qu'aucune promesse n'avait jamais été faite », et que « pas un sou d'argent public n'avait été dépensé ». Greenspan en compara ce qui venait de se passer au fameux épisode de la crise financière de 1907 où J.P. Morgan convoqua ses principaux pairs de la banque, dans sa bibliothèque personnelle, pour discuter de la manière d'en sortir.

Que des banquiers centraux défendent leur action au nom de ce que leur solution est la même que celle à laquelle seraient arrivés des acteurs purement privés, relève d'une forme assez spéieuse de raisonnement. S'il est vrai que la banque centrale n'a fait que copier ce qu'auraient fait des acteurs privés de façon purement autonome, pourquoi donc avait-elle besoin d'intervenir ? Il lui suffisait de laisser Warren Buffett et ses associés faire le boulot. .

Je ne vois pas très bien comment une intervention menée sous la houlette active de la Federal Reserve pourrait mériter le qualificatif « de solution privée à un problème purement privé ». C'est se moquer du monde, ou jouer sur les mots. La FED est intervenue ; et même si elle n'a pas forcé la main aux différentes institutions privées pour les contraindre à participer au consortium, ni mis elle-même d'argent sur la table, le fait demeure qu'elle est intervenue. On ne peut rien y changer.

De son côté Greenspan oublie qu'en 1907 ce sont les banquiers privés eux-mêmes qui avaient pris l'initiative – il pouvait difficilement en être autrement puisqu'il n'existait pas encore de banque centrale aux Etats-Unis -, alors qu'aujourd'hui c'est à l'invitation de la banque centrale que les banquiers privés se sont mis d'accord sur

le processus de sauvetage, même si la banque elle-même n'y est pas partie prenante. Cela fait tout de même une grande différence. La leçon à tirer de la comparaison entre les deux épisodes n'est donc pas que la solution atteinte était justifiée parce qu'elle était la même que celle mise en place en 1907 ; mais plutôt le contraire : à savoir que si les banques privées ont pu, par leurs seuls moyens, trouver une solution à la crise de 1907, on ne voit pas pourquoi, en 1998, il aurait été nécessaire d'y impliquer la banque centrale. Si l'épisode de 1907 peut nous enseigner la moindre chose à propos de l'affaire LTCM, c'est que le secteur privé aurait sans doute pu très bien régler l'affaire par lui-même, sans même avoir besoin d'y être invité par la banque centrale – une conclusion qui apparaît évidente à la seule lecture des faits eux-mêmes.

### **Fallait-il que la FED intervienne pour arrêter la faillite ?**

Les deux présidents se disent convaincus que la FED devait absolument intervenir par peur des répercussions qu'une telle faillite n'aurait pas manqué d'entraîner sur les marchés financiers du monde entier. Ainsi Alan Greenspan explique que : « la plupart des opérateurs se trouvaient déjà profondément déstabilisés par les événements récents. Si la faillite de LTCM avait entraîné un blocage, même temporaire, du marché, cela aurait causé des dommages considérables à de nombreuses firmes, y compris des entreprises non directement concernées par les activités du fond. Les dégâts causés au système économique international, y compris notre propre économie, risquaient d'être énormes...Par ailleurs, nous pensions qu'une liquidation forcée, et donc à vil prix des actifs de LTCM, du fait de sa défaillance sur un certain nombre de contrats à contreparties croisées, pouvait entraîner une sévère crise de liquidité...Dans ce contexte, l'opinion de la Réserve Fédérale de New York était qu'il était à l'avantage de tout le monde – et pas seulement des créiteurs directement concernés – de chercher à mettre sur pied une solution concertée plutôt que d'abandonner LTCM à un processus de liquidation à l'encan ».

De ce fait, conclue le Président du Système Fédéral de Réserve, « la banque centrale a décidé de proposer ses bons offices pour aider à trouver une solution, et de le faire en intervenant beaucoup plus rapidement qu'elle ne l'aurait fait dans une période plus normale, en raison de la connaissance que nous avions du degré de fragilité qui, à ce moment là, caractérisait les marchés ».

L'inquiétude des gens de la FED était certes justifiée. Néanmoins l'argumentation de Greenspan reste incomplète car elle évite soigneusement la vraie question que chacun devrait commencer par se poser : elle part de l'hypothèse qu'en tout état de cause si la FED ne s'était pas manifestée, LTCM aurait nécessairement fait faillite, alors qu'en réalité les faits eux-mêmes démontrent qu'il n'était absolument pas évident que LTCM aurait fait faillite même en l'absence de toute intervention de la banque centrale.

Si au matin du 23 septembre, au lieu de convoquer une réunion de tous les banquiers, la FED avait clairement fait savoir aux dirigeants de LTCM qu'en tout état de cause la banque centrale ne bougerait pas, ses dirigeants se seraient trouvés devant une équation fort

différente de celle à laquelle ils furent confrontés. Au lieu d'avoir à choisir entre l'offre (sévère) de Warren Buffett et la quasi certitude de bénéficier d'une meilleure proposition plus tard dans la journée, leur choix aurait été entre accepter le peu que leur offrait Buffett et la certitude d'une faillite où ils auraient tout perdu (même le peu qu'acceptait de leur verser Buffett). L'offre de Warren Buffett n'était certes pas très généreuse : les dirigeants du fond y auraient perdu l'ensemble de leurs actions, leurs jobs, et tous les émoluments futurs que la solution du consortium leur préservait ; mais ils auraient tout de même touché en contrepartie une indemnité globale de 250 millions de dollars. L'autre choix eut été de perdre tout, absolument tout, leurs actions, leurs jobs, leurs rémunérations, sans aucune contrepartie. Si la FED ne s'était pas manifesté, il leur aurait fallu être particulièrement idiots pour refuser l'offre de Warren Buffett et de ses amis. On peut donc raisonnablement supposer que ce n'est pas ce qu'ils auraient fait. Il est donc possible d'affirmer que si ce matin là, le 28 septembre 1998, après avoir pris connaissance de l'offre de Warren Buffett, la FED avait volontairement abandonné son idée d'un plan de sauvetage concerté, ce n'est pas cela qui aurait condamné LTCM à la faillite. Et si cela est vrai, on peut aussi en conclure que ce n'est pas l'abstention de la FED à proposer un plan de sauvetage, avant même d'avoir pris connaissance de l'offre de reprise, qui aurait nécessairement acculé LTCM à la faillite. Même si elle avait soigneusement évité de se mêler de l'affaire, ce n'est pas cela qui aurait pour autant rendu la faillite inévitable.

A quoi l'intervention a-t-elle donc finalement servi ? La réponse dépend de ce qui se serait passé en son absence. Il est vraisemblable que Warren Buffett aurait fait son offre puisque celle-ci, de nature purement commerciale, était indépendante de toute pression fédérale. En revanche, il n'est pas du tout certain que le consortium constitué à l'initiative de la FED aurait vu le jour. Si un tel consortium était néanmoins apparu, le résultat aurait sans doute été à peu près le même que celui auquel on est arrivé, mais sans intervention publique. En son absence – ce qui est le plus probable – les dirigeants de LTCM se seraient sans doute résolu à accepter l'offre de Warren Buffett comme le meilleur moyen d'éviter le pire et de sauver ce qui pouvait encore être sauvé. Si l'on accepte cette hypothèse, on est alors forcé d'admettre que le seul résultat de l'intervention de la banque centrale a été de permettre aux actionnaires et aux managers de LTCM de s'en sortir à de meilleures conditions que cela aurait été le cas en traitant avec le groupe de repreneurs rassemblés autour de Buffett. Ces derniers ont été privés d'une opportunité d'affaire et de profits qui n'avaient rien d'illégitime compte tenu de la situation à laquelle la gestion des managers en place avait acculé le fond. On est ainsi conduit à se demander s'il n'eut pas été légitime que Warren Buffett réclame de justes indemnités à la Banque Fédérale !

### **Et si LTCM avait tout de même fait faillite ?**

Reste à examiner le cas où LTCM aurait tout de même fait faillite ? Que se serait-il passé ? Les craintes de la banque centrale étaient-elles justifiées ? Probablement pas. De tous temps, les banquiers centraux se sont

toujours montrés inquiets des possibles conséquences sur les marchés de toute faillite impliquant de grandes entreprises. Le même argument a toujours été invoqué un nombre immémorial de fois, à chaque fois que les pouvoirs publics avaient à justifier leur intervention pour maintenir en vie une entreprise apparemment condamnée.

Il est vrai qu'en septembre 1998 les marchés se trouvaient dans un état de grande fragilité. Il est vrai également que LTCM était un des acteurs les plus importants du marché des produits dérivés, ce qui exposait un très grand nombre d'entreprises liées au fond par des mécanismes de contrepartie. On comprend donc que les autorités monétaires et financières aient fait preuve à son propos d'une certaine nervosité.

Il y a cependant un certain nombre de raisons qui laissent penser que même si LTCM avait fait faillite, cela n'aurait pas entraîné de conséquences aussi sévères que celles que la FED craignait.

\* Bien que cela eut sans aucun doute constitué un mauvais coup pour bien des entreprises, il faut en relativiser l'importance. Bien que leur activité se développe très rapidement, les « hedge funds » ne représentent qu'une toute petite partie de l'ensemble des investisseurs institutionnels. Un récent rapport du FMI chiffrait à cent milliards de dollars le volume total des fonds investis dans le capital des « hedge funds » à la date du troisième trimestre 1997. Ce chiffre doit être comparé aux 20 billions de l'ensemble des investisseurs institutionnels : fonds de pensions, SICAV, compagnies d'assurances, banques... Le secteur des « hedge funds » ne représente ainsi que 0,5 % du capital global des institutions financières américaines. Compte tenu des ordres de grandeur relatifs, Les marchés auraient sans doute éternué. Peut-être auraient-ils même attrapé la grippe, mais il y a fort peu de chances pour que cela se transforme en une réelle pneumonie.

\* Quand des entreprises sont forcées de liquider en hâte leurs positions, il y a toujours d'autres firmes prêtes à les racheter, à un certain prix. Les vendeurs vont certes enregistrer de sévères pertes, mais il est exclu qu'ils ne trouvent pas de racheteur. La concurrence entre les racheteurs possibles impose un plancher aux prix susceptibles d'être offerts, et donc un plafond aux pertes enregistrées.

\* L'expérience des quinze dernières années démontre que la défaillance d'un acteur majeur du marché des produits dérivés a un impact important seulement sur le marché particulier où il est le plus actif. La liquidité des marchés financiers mondiaux ne s'est jamais trouvée vraiment menacée par de tels événements. Il s'en suit que la faillite de LTCM n'aurait eu de véritable impact que sur les marchés dérivés où le fond était le plus présent, et que cela n'aurait certainement pas entraîné de crise de liquidité globale.

\* En tout état de cause, même dans le cas de ces marchés extrêmement particuliers où la liquidité peut se trouver temporairement paralysée en conséquence d'un choc majeur, les participants ont toutes les raisons de reprendre les transactions le plus vite possible. Tout au long des années 1990, les marchés de produits dérivés

ont démontré à maintes fois leur extraordinaire capacité à rebondir même après des chocs très importants, et ainsi à retourner très vite à une situation normale. Il n'y a aucune raison particulière de penser qu'il en eut été différemment dans le cas de LTCM.

\* Enfin les techniques de couverture des risques sur les marchés de produits dérivés ont fait des progrès colossaux au cours des dernières années. Parmi ces nouvelles techniques figurent l'adoption de plus en plus généralisée des méthodes de mesure fondées sur le concept de « value at risk », le calcul des risques sur la base du portefeuille global d'exposition de l'entreprise aux risques de contrepartie, la définition par les entreprises de normes générales encadrant la gestion des risques par les employés de la firme, le développement très rapide de nouvelles techniques de « stress testing », d'analyses de scénarios, de « credit enhancement ». Toutes ces techniques permettent de réduire de façon considérable la sensibilité des entreprises au risque de contrepartie. En conséquence le véritable degré d'exposition au risque des entreprises opérant sur les marchés de produits dérivés n'est plus aujourd'hui qu'une fraction de ce que la plupart des gens croient.

Il en résulte que le cauchemar de la FED – une épidémie massive de liquidation des positions débouchant sur un blocage quasi général des marchés – n'est plus, dans les circonstances d'aujourd'hui, qu'un scénario extrême et très peu vraisemblable, même en période de grande fragilité des marchés, comme ce fut le cas l'an dernier.

Mais il y a encore une autre raison qui fait que la FED a été mal conseillée d'intervenir, même si son appréciation du risque de faillite dans le cas de LTCM était juste. Si l'objectif de la FED est de renforcer la stabilité des marchés, il lui faut faire en sorte que tous les acteurs du marché soient eux-mêmes incités à maintenir chez eux le meilleur équilibre financier possible : éviter les prises de risques excessives, maintenir leur ratio d'endettement dans des limites raisonnables, assurer leur liquidité, etc. La meilleure des motivations est celle qui devrait naître de la crainte des managers devant les conséquences catastrophiques que pourrait signifier pour eux une politique conduisant inéluctablement à faire défaut à ses obligations de marché. La FED ne devrait donc pas hésiter à faire un exemple de ceux qui se mettent dans une telle situation, chaque fois que cela se présente. LTCM lui apportait une occasion rêvée de faire un bel exemple et d'envoyer aux marchés un signal fort qu'aucune firme, aussi importante soit-elle, ne saurait en aucun cas échapper aux conséquences, même les plus graves, de ses erreurs. Les autres entreprises en auraient pris bonne note, ce qui les aurait incitées à se montrer plus prudentes, et la stabilité des marchés s'en serait trouvée notablement renforcée. A l'inverse de ce qui a été dit, jeter LTCM en pâture aux loups du marché, bien loin d'affaiblir les marchés financiers, les aurait au contraire considérablement renforcés.

### **Les effets pervers**

En fait, le sauvetage de LTCM a entraîné nombre d'effets pervers. Il a encouragé ceux qui demandent une plus forte réglementation des activités financières (alors qu'en réalité cela ne sert à rien). L'opération a permis à la FED d'augmenter considérablement sa zone de responsabilité et de pouvoir sans que le Congrès américain lui ait accordé la moindre autorité pour cela. Surtout, elle a instauré dans les esprits l'idée que la FED reprenait désormais à son compte la théorie du « trop gros pour faire faillite » ; une doctrine qui ne peut qu'inciter les entreprises à courir des risques injustifiés, et dont le danger est donc d'accroître encore davantage la fragilité financière des marchés au contraire du résultat recherché. Finalement, elle a porté un grand tort à l'image, à la crédibilité ainsi qu'à l'autorité morale du FED, notamment dans ses efforts pour inciter les pays étrangers à persévérer dans leurs efforts de libéralisation

#### L'appel à de nouvelles réglementations

L'une des conséquences les plus immédiates de cette affaire fut la multiplication de déclarations de gens appelant à la mise en place de nouvelles réglementations pour les « hedge funds ». Parmi eux figure celui qui était à l'époque le secrétaire d'état au trésor, Robert Rubin. A plusieurs reprises il a demandé qu'une étude interministérielle soit lancée afin d'analyser comment on pourrait rendre les activités des fonds « off shore » plus transparentes. Beaucoup d'autres ont fait des suggestions du même genre. Toutefois, comme l'a fait observer un commentateur, « la plupart de ces propositions relevaient plus du réflexe de circonstance que d'une réflexion approfondie sur la nature des problèmes que les « hedge funds » poseraient à l'équilibre financier mondial ».

Les spécialistes des activités « off shore » n'ont jamais pris ces déclarations au sérieux. Ils savent qu'il n'y a pas grand chose que les Etats-Unis puissent faire pour étendre la réglementation bancaire ou financière aux fonds « off shore ». Le voudraient-ils que le seul résultat obtenu serait de précipiter l'exode des « hedge funds » américains vers les paradis fiscaux étrangers. Parmi ceux qui pensent ainsi on compte Alan Greenspan lui-même . Dans son témoignage devant le House Committee il explique : « Il est douteux qu'on puisse jamais arriver à réglementer effectivement les « hedge funds » aux Etats-Unis. Quoiqu'ils pèsent très lourd financièrement, numériquement ils ne représentent pas grand chose. Compte tenu des gigantesques progrès accomplis dans le domaine des communications, ils peuvent mener leurs activités pratiquement de n'importe où dans le monde. En fait, la plupart des « hedge funds » fonctionnent déjà quasiment dans le « cyber espace ». Toute réglementation américaine qui aurait directement pour conséquence de réduire la flexibilité de leurs opérations ne ferait qu'inciter les plus dynamiques à émigrer vers d'autres lieux, hors de notre juridiction nationale ». Et Greenspan de conclure : « Tout ce que nous pouvons faire est ce que nous faisons déjà aujourd'hui : les réglementer indirectement en réglementant leurs sources de fonds... Si les « hedge funds » émigrent ailleurs, même cette forme de contrôle deviendra inopérante ».

Pour Greenspan la meilleure défense contre le problème posé par les faillites de « hedge funds » est que

les contreparties se montrent elles-mêmes extrêmement prudentes et circonspectes dans leurs affaires avec les fonds (par exemple en évitant de leurs consentir de trop généreux crédits). Greenspan a sûrement raison. Mais comme il est de l'intérêt même de ces contreparties de se montrer suffisamment prudentes, on ne voit pas pourquoi il faudrait encore que la FED se mêle de réglementer les transactions qu'elles réalisent avec les « hedge funds ». Dans une économie efficace, chacun devrait être libre de faire les affaires qu'il veut avec les « hedge funds », sachant que son propre intérêt est de ne pas plus se surexposer aux risques de contrepartie qu'à tout autre risque.

#### Une extension massive des responsabilités de la FED

L'opération de sauvetage de LTCM a eu pour conséquence d'entraîner une forte, mais contestable, extension des responsabilités de la Réserve Fédérale. En volant au secours de LTCM la FED a envoyé le signal qu'elle se considérait désormais responsable de la santé financière des « hedge funds », même si aucun mandat législatif explicite ne lui a été donné pour cela. La FED endosse cette responsabilité bien qu'elle ne dispose légalement d'aucune autorité réglementaire sur ce secteur, et cela bien que son Président ait lui-même reconnu qu'elle ne devrait jamais disposer d'une telle autorité. Elle se met ainsi dans une invraisemblable position où elle considère qu'il est normal qu'elle se sente responsable des « hedge funds », tout en n'étant doté d'aucun pouvoir sur eux. Même si c'est légal – ce dont il est permis de douter -, cette position est intenable car elle crée un processus de « hasard moral » que la FED ne peut même pas contrôler. Elle met les grands fonds en situation de prendre des risques sur lesquels la FED n'a légalement aucun moyen de contrôle, alors que si ces affaires tournent mal c'est alors à la FED qu'il reviendrait de sauver leurs responsables. Autrement dit, si tout va bien, tout va dans la poche des fonds, mais si ça va mal, ce serait à la FED de payer ! Pouvoir et responsabilité ne sauraient longtemps rester partagés entre des mains différentes. De deux choses l'une : ou bien la FED abandonne toute responsabilité en ce qui concerne les « hedge funds » et leur santé financière ; ou bien il lui faudra obtenir explicitement de nouveaux pouvoirs pour leur étendre son filet réglementaire.

Mais alors on se heurte à un nouveau problème : comment faire la différence entre un « hedge fund » considéré comme américain, et un autre qui ne le serait pas ? Comment faire la différence entre un « hedge fund » légalement localisé à Greenwich, dans le Connecticut, mais qui opère également dans les îles Cayman, et un autre fond basé aux îles Cayman mais qui a également des affaires à Greenwich dans le Connecticut ? D'un point de vue purement pratique il est quasiment impossible de faire une distinction entre les deux. Il n'est pas réaliste d'imaginer que la FED apporte son concours aux fonds « américains » sans faire la même chose pour les autres. Si elle devait soutenir les grands fonds américains, elle se trouverait inévitablement entraînée à soutenir également les autres grands fonds, quelle que soit leur nationalité réelle. De la même façon, si on considère que la FED a la responsabilité de l'industrie

des « hedge funds », comment fera-t-elle la distinction entre les vrais « hedge funds » et les autres types d'investisseurs institutionnels qui ne sont pas vraiment des « hedge funds » mais font souvent des opérations similaires à celles des vrais « hedge funds » ? Où et comment cette responsabilité s'arrêtera-t-elle ? Selon cette logique, la FED ne risque-t-elle pas de se retrouver un jour devant l'absurde contrainte de devoir à elle seule supporter la responsabilité de sauver tout le système bancaire et financier japonais ? Après tout, cela aurait certainement plus de sens, du point de vue des conséquences pour l'économie mondiale, que de voler au secours des intérêts d'une équipe de managers exerçant leur activité à Greenwich, Connecticut. Le sauvetage de LTCM a ainsi eu pour conséquence d'entraîner un formidable et intolérable accroissement des responsabilités de la Réserve Fédérale, hors de tout mandat législatif explicitement confié à l'institution par le Congrès.

#### Le retour au « trop gros pour faire faillite ».

L'affaire LTCM nous ramène à la vieille doctrine qu'il y a des organisations qui sont trop grosses pour que la Réserve Fédérale les laisse faire faillite, à cause des implications que cela pourrait entraîner sur la stabilité des marchés financiers. Cette doctrine est un signal pervers envoyé directement aux grandes entreprises pour leur dire que plus elles sont grosses, plus elles auraient le droit et la liberté de se comporter de manière irresponsable. Depuis le fameux sauvetage de Continental Illinois en 1984, les autorités de la Réserve Fédérale ont multiplié les efforts pour faire clairement savoir aux grandes institutions privées que, désormais, c'était fini, elles ne devaient plus compter sur la FED pour venir les tirer d'affaire en cas de difficultés financières. Le message semblait compris. Et, patatra, voilà LTCM qui met tout par terre. Tout est à recommencer. On est revenu à la case départ.

Du point de vue de la stabilité à long terme des marchés financiers, le retour à la doctrine du « trop gros pour faire faillite » est un événement fort inquiétant. Pour qu'un système financier soit stable, il faut que les acteurs eux-mêmes soient incités à faire tout ce qu'ils peuvent pour rester en bonne santé financière. Voler au secours d'une firme en difficulté est le pire des signaux qu'on puisse leur envoyer. Pourquoi ne viendrait-on pas également à leur secours en cas de problème ? C'est le meilleur moyen de réduire leur motivation à se montrer les plus rigoureux possibles, et donc aussi la meilleure manière d'être sûr de les retrouver demain avec de gros problèmes sur les bras. Sauver une firme en difficultés est une politique à courte vue qui peut calmer les marchés pendant quelque temps, mais qui est désastreuse du point de vue de la stabilité financière à long terme.

#### Une autorité morale affaiblie.

La conséquence la plus grave concerne sans doute les dommages portés à la crédibilité et à l'autorité

morale des autorités de la Réserve Fédérale, alors qu'elles prétendent donner des leçons au monde entier, notamment pour encourager les autres banquiers centraux à persévérer dans leurs efforts de libéralisation, en dépit de tous les problèmes, souvent douloureux, que cela leur pose. Le sénateur républicain de l'Iowa, Jim Leach, Président du House Committee on Banking and Financial Services, a eu raison de souligner le paradoxe qu'il y a à voir la FED se porter au secours de LTCM alors qu'au même moment les agents du gouvernement américain se répandaient en Asie pour expliquer à ces pays que la meilleure voie pour moderniser leurs économies était de laisser les entreprises malades disparaître, de faire confiance aux marchés, et surtout que l'Etat n'entreprene rien pour les maintenir artificiellement en vie.

Alan Sloan a exprimé la même idée de manière plus journalistique : « Pendant quinze mois, écrit-il dans Newsweek, alors que les marchés financiers des pays asiatiques s'effondraient les un après les autres comme des huttes de paille atteintes par un typhon, les Etats-Unis n'ont eu de cesse de faire la leçon au reste du monde concernant les méfaits du capitalisme d'Etat et de son corollaire, le népotisme. Les représentants américains voyageaient d'une capitale à l'autre pour expliquer qu'il fallait absolument laisser les marchés fonctionner librement afin d'atteindre le maximum d'efficacité économique. Aux paysans Thaï, aux ouvriers de la sidérurgie coréenne, aux retraités moscovites, ils expliquaient qu'ils comprenaient leur détresse, leur souffrance, mais que c'était le prix inévitable à payer pour accéder demain au mieux-être... C'est alors qu'est arrivée la déconfiture de Long Term Capital, la quintessence du club de financiers et de managers richissimes, bien introduits dans tous les milieux, notamment les milieux politiques. Et en moins de temps qu'il n'en fallait pour le dire, on a aussitôt vu la vieille tentation népotique du capitalisme américain resurgir ; John Meriwether et ses acolytes ramper à qui mieux mieux pour sauver leurs jobs et leurs émoluments ; les actionnaires, qui auraient normalement du tout perdre, obtenir de sauver en définitive 7 cents de chacun de leurs dollars placés dans LTCM... ».

L'effet le plus dangereux de cette affaire réside précisément dans cette perception du reste du monde qu'en définitive les dirigeants américains de la Réserve Fédérale ne croient pas vraiment aux remèdes qu'ils préconisent pour les autres mais qu'ils ne s'appliquent pas à eux-mêmes. Comment convaincre les russes ou les japonais de laisser leurs canards boiteux faire faillite si ceux qui sont censés incarner l'orthodoxie du capitalisme moderne ne respectent pas eux mêmes les règles du jeu qu'ils proposent aux autres ? Il ne fait aucun doute que la libéralisation des structures économiques s'impose plus que jamais. Mais on comprend qu'après le sauvetage de LTCM nombre de ceux qui ont à supporter le coût de cette libéralisation se posent des questions ?

Traduction Henri LEPAGE  
□ □ □

---

## Qu'est-ce que les « hedge funds » ?

Les « hedge funds » sont des fonds d'investissement privés dont l'objet est de réaliser des bénéfices pour le compte de leurs actionnaires en achetant et revendant des titres financiers de tous ordres. Il existe une grande variété de « hedge funds ». Ils se partagent cependant en deux grandes catégories.

La première est celle des « macro funds » qui opèrent de manière purement spéculative sur la base de leurs analyses économiques et financières. Ils parient sur les mouvements des monnaies, les changements de politique économique, l'évolution des taux d'intérêt, etc.... Ce ne sont pas vraiment des « hedge funds » en ce sens qu'ils n'accompagnent leurs opérations d'aucune couverture sur des marchés à terme. Ils font de la spéculation pure et prennent généralement de grands risques. La plupart de ces « macro funds » opèrent avec des ratios d'endettement importants. Le montant des sommes investies dans leurs spéculations est généralement très supérieur au volume de leurs capitaux propres. La plupart de leurs placements sont réalisés avec de l'argent emprunté. Ce mécanisme de levier accroît les perspectives de bénéfices des actionnaires, mais augmente leurs risques. Plus l'effet de levier est important, plus les profits réalisés sont élevés si l'opération réussit, mais plus les pertes sont grandes si elle rate. Un fond à effet de levier très élevé réalisera ainsi des bénéfices bien plus importants que les autres opérateurs s'il est bien géré, mais aura aussi beaucoup plus de chances de faire faillite si sa gestion est défectueuse. Le montant global de leurs actifs est généralement de l'ordre de cinq à neuf fois leur capital.

Dans la seconde catégorie figurent les « hedge funds » qui pratiquent essentiellement l'arbitrage. Ces fonds utilisent des modèles très sophistiqués d'analyse conçus pour identifier les possibilités d'arbitrage existant ou susceptibles d'apparaître sur les marchés. Ils jouent sur les différences de prix entre placements ou portefeuilles quasiment équivalents. Une fois identifiées ces possibilités d'arbitrage, toute la difficulté consiste à construire la stratégie financière de vente et d'achat qui permettra de les exploiter au mieux. Le principe est d'acheter les valeurs qui sont sous-évaluées et de vendre celles qui sont surévaluées, cependant que simultanément on se couvre par l'achat de contrats à terme dont le rôle est de limiter les risques au cas où les hypothèses de départ ne se réaliseraient pas comme on l'avait prévu. Une telle activité est relativement peu risquée, et peut donc se dérouler en utilisant des ratios d'endettement encore plus élevés, et même beaucoup plus élevés, que les macro-fonds précédents.

Aux Etats-Unis, les « hedge funds » rassemblant moins de cent actionnaires échappent aux grandes lois fédérales réglementant le fonctionnement des établissements bancaires et financiers (le *Securities Act* de 1933, le *Securities Exchange Act* de 1934, ainsi que l'*Investment Company Act* de 1940). C'est la raison pour laquelle les « hedge funds » américains limitent généralement le nombre de leurs actionnaires en-dessous de cent. Les fonds étrangers (*Offshore Funds*), en particulier ceux localisés dans les paradis fiscaux comme les Bahamas ou les îles Cayman, échappent à toute réglementation, ou ne sont que très légèrement réglementés. Les « hedge funds » constituent ainsi une industrie globalement peu réglementée.

Bien que leur activité se développe très rapidement, les « hedge funds » ne représentent qu'une toute petite partie de l'ensemble des investisseurs institutionnels. Un récent rapport du Fonds Monétaire International chiffrait à cent (billions) de dollars le volume total des fonds investis dans le capital des « hedge funds » à la date du troisième trimestre 1997. Ce chiffre doit être comparé aux 20 (trillions) de l'ensemble des investisseurs institutionnels : fonds de pension, « mutual funds », compagnies d'assurances, banques.... Le secteur des « hedge funds » ne représente ainsi que 0,5 % du capital global des institutions financières américaines.

Depuis dix ans ils ont néanmoins fait beaucoup parlé d'eux en raison du rôle joué par certains d'entre eux dans plusieurs crises monétaires et financières récentes. Le plus connu est le Quantum Fund de George Soros, un macro fond célèbre pour le milliard de dollars qu'il a gagné aux dépens du gouvernement britannique, en jouant massivement contre la livre lors de la crise européenne de septembre 1992. D'autres se sont retrouvés aux premières lignes des événements d'Amérique latine, d'Asie du sud-est en 1997, ou encore lors de la crise russe de l'an dernier. L'activité des « hedge funds » est ainsi aujourd'hui très controversée. Beaucoup s'interrogent sur ses conséquences économiques et financières internationales. D'où des appels de plus en plus pressant pour qu'on les réglemente.

---

*Autre document à lire, qui remet en cause nombre de clichés sur les « hedge funds » et leur rôle dans les événements financiers des deux dernières années : « Hedge Funds and Systemic Risk Demystified » par Glenn Yago, Lalita Ramesh et Noah E.Hochman, une publication du MILKEN INSTITUTE (décembre 1998). A se procurer à l'adresse web suivante : <[www.milken-inst.org](http://www.milken-inst.org)>.*