

## FINANCE : Les années de spéculation: retour sur les «Frankenstein» de la finance

**Date de parution:** Lundi 29 décembre 2008

**Auteur:** Myret Zaki

### **BULLE. Les technologies de la titrisation ont créé des produits aberrants qui n'ont pas survécu.**

Les obligations adossées à l'immobilier titrisé (CDO) et leurs variantes au carré et au cube, les dérivés de crédit synthétiques, les clones de hedge funds, les fonds de fonds de fonds... certains de ces produits vous font-ils frissonner d'horreur?

Avec le recul, l'investisseur et le grand public réalisent, une fois tombés les emballages scintillants de l'industrie financière des années 2002 à 2007, combien ces années de spéculation avaient déchaîné les usines de produits financiers des banques, donnant naissance à des produits parfois «monstrueux», sortes d'excroissances de l'industrie financière, enfantées par des programmes informatiques en plein emballement. Certains de ces produits inadaptés ont eu une durée de vie très courte, en particulier la première génération de titrisations hyper-spéculatives. Tels des dinosaures, ces drôles de bêtes n'auront pas survécu, pour la plupart, à la météorite de la crise. Révélée ce 12 décembre, l'affaire Madoff, du nom du gérant de hedge fund new-yorkais à l'origine d'une fraude à 50 milliards de dollars, rappelle en outre que l'escroquerie peut aujourd'hui prendre des formes démesurées. Et que la vigilance s'impose, car de l'abus du client à la fraude, la distance est parfois vite franchie.

En cette fin d'année, sauf souvenirs trop douloureux pour son portefeuille, mieux vaut rire de ces «Frankenstein» de la finance, aberrations camouflées derrière les prodiges du marketing bancaire et la barrière de complexité parfois ubuesque qui les caractérisait. A posteriori, en repensant à ces produits titrisés et à leurs variantes, mais aussi à ce que la génération des produits structurés complexes et des fonds de placement ont produit de pire durant l'euphorie, l'évidence s'impose: certains «vintages» 2005 à 2007 méritent une place de choix au musée des horreurs. Petite sélection de ces aliens de la finance.

#### • Les CDO

Des structures aussi complexes, personne n'aurait pu en imaginer à l'époque des chercheurs d'or. Un portefeuille de plusieurs milliers de créances hypothécaires était converti en une obligation financière, ou Collateralized Debt Obligation (CDO). Ce titre était découpé en trois ou quatre tranches de risque, parmi lesquelles l'investisseur pouvait choisir. S'il souscrivait la tranche supérieure du CDO, notée AAA par les agences de crédit, il touchait un coupon faible mais ne perdait rien, en théorie, tant que les tranches inférieures et moins bien notées n'avaient pas d'abord encaissé les premières pertes sur les hypothèques sous-jacentes. Ces produits financiers n'étaient, en réalité, rien d'autre que des formules mathématiques qui calculent des probabilités de taux de défaut hypothécaires, dont on extrapolait ensuite la valeur du coupon que toucherait l'investisseur pour chaque tranche. Ils devaient tout à la mathématisation de la finance. Or les probabilités étaient totalement fausses. Car la théorie du fonctionnement d'un CDO en période de crise relevait du conte de fées. Cette structure s'est avérée une aberration: aucune tranche de CDO n'aurait dû être notée AAA, pour la simple raison qu'aucune hypothèque sous-jacente n'était d'assez bonne qualité pour entrer dans une structure AAA. De sorte que, quand les taux de défaut des propriétaires immobiliers ont explosé, mi-2007, toutes les tranches de CDO se sont effondrées simultanément. Les modèles avaient totalement sous-estimé les corrélations entre les différentes tranches. Ce marché de 2500 milliards de dollars a sombré depuis lors. Et que dire des structures encore plus débridées qui se sont construites par-dessus ces CDO?

#### • Les CDO de CDO de CDO

Très vite, l'ingénierie financière a trouvé le moyen d'offrir des rendements plus élevés, sur des produits en apparence peu risqués. Il s'agissait simplement de superposer plusieurs couches de CDO. Sont alors nés les CDO au carré, qui sont des CDO adossés à des CDO existants, puis les CDO au cube, qui sont des CDO de CDO de CDO... A chaque fois, certaines tranches d'un CDO existant étaient redécoupées pour être incluses dans la nouvelle superstructure. On obtenait des «portefeuilles de tranches», plus risqués avec chaque nouvelle couche. L'investisseur qui s'y était aventuré touchait d'autant plus de rendement. Car à mesure qu'on créait des CDO basés sur des tranches de CDO, on augmentait la sensibilité de la structure au risque de crédit: la perte d'un CDO au carré équivalait à la somme des pertes des tranches des CDO sous-jacents. Ces structures ont vite succombé à la crise.

#### • Les dérivés synthétiques

Pour produire et commercialiser encore plus massivement du crédit titrisé, les banques ont inventé une variante artificielle aux paniers d'hypothèques titrisées: les «CDO synthétiques». Il s'agissait de clones de CDO, nés du génie mathématique de Wall Street, et confectionnés à l'aide de dérivés de crédit (Credit Default Swaps, ou CDS). Contrairement au CDO ordinaire, qui détient directement des titres de dettes hypothécaires, le CDO synthétique est une parfaite illusion informatique, qui n'a plus le moindre lien avec le sous-jacent économique (l'immobilier) qu'il est censé représenter. Les dérivés (CDS) se contentent de répliquer les mêmes paramètres de risque et de rendement qu'un portefeuille de CDO, sans qu'il soit nécessaire d'acquérir et d'assembler de véritables hypothèques. La création de produits censés refléter le marché hypothécaire pouvait donc se faire encore plus vite et à moindre coût. Les CDO synthétiques ont rapidement proliféré, aggravant la spéculation et démultipliant la frénésie sur le marché du crédit. En 2006, un record de 524 milliards de dollars de CDO synthétiques a été émis, en plus des 470 milliards de CDO réels émis la même année, incitant la Banque des règlements internationaux (BRI) à tirer la sonnette d'alarme sur la bulle de crédit.

- Les fonds titrisés (CFO)

Autre produit né des «technologies de la structuration de crédit», datant de l'époque où tout était «titrisable». Le principe était le même que les CDO, mais appliqué aux hedge funds et aux fonds de private equity. Au lieu de créer une obligation (c'est-à-dire une titrisation) sur un portefeuille de créances hypothécaires, on créait une obligation adossée à un fonds de fonds alternatifs. L'obligation (le CFO) représentait la dette des fonds, c'est-à-dire leur financement, utilisé pour investir sur les marchés avec un effet de levier. L'investisseur achetait donc une tranche d'obligation représentant la dette de multiples hedge funds. Ce n'était rien d'autre que de la «titrisation de levier». Des leviers de 50 à 75% des actifs des fonds alternatifs étaient monnaie courante. Nés en 2002, les CFO n'ont jamais convaincu le marché.

- Les clones de hedge funds

Répliquer la performance des hedge funds sans devoir payer de commissions élevées aux gérants alternatifs, ni mener leurs stratégies complexes. Tel était le rêve des départements produits des banques dès 2005, alors que l'industrie alternative connaissant une croissance exponentielle.

Les stratégies de réplification de hedge funds ont donc tenté de recréer artificiellement les expositions nettes des hedge funds, et par conséquent leurs rendements, pour une commission de 1% au total, et une liquidité élevée. Par contraste, les hedge funds facturent 2% de frais de gestion et 20% de la performance et sont peu liquides (périodes de lock up). Des banques comme Goldman Sachs, Merrill Lynch et Credit Suisse ont lancé des «clones» ces deux dernières années, rejoignant la société suisse Partners Group, pionnière de la stratégie dès 2004. Mais depuis, c'est l'échec commercial. Seuls 15% des gérants institutionnels, fonds de pension et banques privées se sont laissé tenter par la formule. La plupart des investisseurs estiment que les rendements des hedge funds «ne sont pas répliquables», selon un sondage de l'institut de recherche Edhec. D'autres jugent que les stratégies de clonage «manquent de transparence», et sont «basées sur une technologie non prouvée». Enfin, leurs performances sont décevantes. «De nombreux investisseurs préféreront attendre le développement de meilleurs produits», conclut Edhec.

- Les fonds cube (F3)

Avec les fonds de hedge funds, l'industrie alternative a créé un marché de masse des hedge funds. Mais il fallait y mettre le prix. Un gérant de fonds de fonds impose en effet une couche de frais supplémentaire à titre de récompense pour sa sélection des fonds sous-jacents, qui offrent une diversification des risques au client. Avec le scandale Madoff, on a toutefois découvert les limites des capacités de sélection et de contrôle des fonds de fonds. Et avec la crise, les commissions ont aujourd'hui fondu sous l'effet des pertes sans précédent des hedge funds. Par conséquent, encore plus douteux semblent aujourd'hui les «fonds de fonds de fonds». Difficile d'assurer une stricte surveillance des centaines de fonds qui entrent et sortent de ces véhicules, et d'exiger une couche de frais supplémentaire. En Suisse, un seul de ces fonds à la puissance trois est autorisé par la CFB. Ces «F cube» peinent à être viables, car il faudrait qu'ils dégagent des performances supérieures aux indices de hedge funds pour justifier une commission. Le même défi attend, d'ailleurs, les fonds de fonds: leurs performances sont systématiquement inférieures (-18,5% à fin octobre) à celles des single hedge funds (-16%) en raison des frais, difficiles à justifier. L'heure n'est décidément plus aux structures en cascade.

© Le Temps. Droits de reproduction et de diffusion réservés. [www.letemps.ch](http://www.letemps.ch)