



Dompter le hasard sauvage

Bulles et krachs sont appelés à se répéter avec une fréquence et une violence plus élevées que par le passé. Ces dangers ne peuvent plus être appréhendés avec les modèles de gestion des risques d'hier. Il faut apprendre à nous méfier des probabilités et à explorer le monde des possibilités. Une approche qui débouche sur des politiques de risque contracyclique dans une optique de long terme.



POINT DE VUE
STEVE OHANA
Professeur de finance à ESCP Europe, cofondateur de Riskelia

Les marchés financiers sont régis par un « hasard sauvage », selon l'expression du mathématicien Benoît Mandelbrot, père fondateur de la théorie des fractales. Ils obéissent en effet à des cycles où se succèdent phases maniaques et paniques. Dans les phases maniaques (ou « bulles »), les prix de certains actifs se déconnectent de leurs fondamentaux, dopés par l'expansion du crédit facile et l'optimisme forcené des acteurs. Ces périodes d'euphorie sont suivies par des phases de panique (ou « krachs ») où le crédit se fait rare et où les acteurs vendent en catastrophe les actifs risqués achetés à crédit. Cette succession de bulles et de krachs, qui jalonne l'histoire des marchés financiers, a été observée à au moins trois reprises au cours des dix dernières années : l'euphorie boursière puis la crise financière de 1998, la bulle et le krach des « high-tech » au début des années 2000, enfin la bulle immobilière qui s'est développée à partir de 2003 et s'est dénouée en 2007 par la célèbre crise des subprimes. La réalité turbulente des marchés contraste avec le « hasard bénin » qui intervient dans les modèles d'évaluation des risques financiers

développés depuis une quinzaine d'années. Dans un monde régi par le « hasard bénin », des variations quotidiennes de plus de 5 % dans l'indice Dow Jones ne pourraient être observées plus de quelques fois par siècle. Dans celui du « hasard sauvage », cela arrive plus d'une fois par an en moyenne. Mais ce n'est pas tout : dans un monde régi par le « hasard bénin », des variations des prix du pétrole brut telles que nous les avons connues ces dernières années (multiplication par 5 de 2004 à 2008 puis division par 3 de juillet à novembre 2008) n'auraient quasiment aucune chance de se produire. Mais sur un marché à terme du pétrole devenu « ultrafinanciarisé », ces variations n'ont plus rien d'exceptionnel : elles résultent des phénomènes d'emballlement et de correction propres aux marchés financiers.

Dans un monde globalisé, bulles et krachs sont appelés à se répéter avec une fréquence et une violence plus grandes que par le passé. Les banques et les fonds spéculatifs tendent à prendre des positions de plus en plus semblables et importantes. Ce comportement moutonnier provoque des effets de contagion et une

volatilité accrue quand ces positions doivent être rapidement dénouées. Par ailleurs, le récent sauvetage des banques par les États peut leur laisser croire qu'elles n'auront jamais à payer les risques excessifs pris au cours des périodes d'euphorie. Ce phénomène d'« aléa moral », bien connu des assureurs, laisse présager d'autres crises à venir. Ces risques systémiques mettent non seulement en péril les institutions financières mais aussi les autres acteurs économiques, dont le développement dépend de la bonne marche du système financier. Comme Nassim Taleb l'a bien illustré dans son livre « le Cygne noir », ces dangers ne peuvent plus être appréhendés avec les modèles d'hier. Nous devons délaisser l'approche purement statisticienne des risques au profit d'une approche mêlant judicieusement mathématique, statistique, économie et psychologie.

Il nous faut apprendre à nous méfier des probabilités et à explorer le monde des possibilités. Il est également urgent d'abandonner le précepte dangereux selon lequel le futur est à l'image du passé le plus récent (à la base des modèles de risque actuels) pour adopter un point de vue plus critique des marchés : mise en place d'indicateurs de tendance, estimation des possibilités d'exagération de ces tendances ou de krachs, construction de scénarios extrêmes et de tests de robustesse... Cette approche critique mène à des politiques de risque contra-cycliques : dans les périodes d'emballlement, des coussins de sécurité sont provisionnés, l'endettement est limité, les positions les plus rentables à court terme (souvent aussi les plus risquées) sont réduites et des produits d'assurance contractés de manière à se prémunir contre les périodes de retournement. L'objectif est d'éviter les situations de détresse financière dans tous les scénarios vraisemblables, au lieu de prévoir, comme dans les modèles actuels, d'hypothétiques coussins protégeant seulement dans « 95 % des situations », ce qui revient à équiper une voiture d'un airbag ne fonctionnant que quand la voiture n'a pas d'accident... Il est à prévoir que de tels modèles de gestion des risques rencontreront une grande résistance dans un système économique fondé depuis une vingtaine d'années sur la course au profit à court terme. Ayant comme finalité le développement à long terme des organisations, ils tempéreront les gains par temps calme... mais aussi les pertes par temps orageux.

La science économique a ceci de particulier que les modèles qu'elle propose pour décrire la réalité sont intégrés par les acteurs dans leurs prises de décision et modifient in fine la réalité qu'ils décrivent. Jusqu'à présent, les modèles de décision fondés sur le « hasard bénin » n'ont fait qu'amplifier le « hasard sauvage » des marchés. Grâce aux nouveaux mécanismes de rétroaction et de modération qu'ils introduiront dans les décisions des acteurs, les modèles de résilience fondés sur le « hasard sauvage » permettront peut-être d'échapper à la succession prééminentement inéluctable des bulles et des krachs. ■

