

La faute à l'incertitude

**LA CHRONIQUE DE
JACQUES CREMER
ET CHRISTIAN GOLLIER**



On estime la perte liée à la crise des « subprimes » pour le monde financier autour de 300 milliards de dollars. Cette perte est du même ordre qu'une chute du marché américain des actions de 1 %, que banquiers et assureurs épongent de façon routinière. Comment ce grain de sable a-t-il pu générer une telle crise de liquidité, impliquant une impressionnante fuite vers la qualité, accroissant les risques de récession aux Etats-Unis et gonflant les écarts de taux d'intérêt à de pareils niveaux ? Il a conduit un géant comme Bear Stearns à la quasi-faillite, en se faisant racheter 2 dollars par action lundi, quand son cours de vendredi dépassait 30 dollars !

Dans le dernier numéro de « Financial Stability Review », Ricardo Caballero et Arvind Krishnamurthy offrent un coupable : l'incertitude. En temps normal, les investisseurs sélectionnent leur exposition au risque dans le monde très rationnel des probabilités quantifiées sur la base du passé. Mais ils ont été surpris l'été dernier lorsqu'ils furent confrontés à des pertes sur des tranches AAA de certaines obligations adossées à des dérivés de crédit. Ils ont douté de leurs modèles d'évaluation quand ils ont réalisé que la récente vague de désintermédiation financière les avait fait basculer du monde bien balisé des risques dans celui, plus sauvage, de l'incertitude. Cette incertitude a infecté leur vision de tout le marché du crédit.

On doit à Daniel Ellsberg d'avoir mis en évidence, en 1961, les conséquences de l'incertitude sur les choix des acteurs. Le jeu d'Ellsberg porte sur une urne contenant des boules blanches et noires. On tire au hasard une boule de l'urne, et le joueur reçoit un prix si la boule tirée est de la couleur qu'il a préalablement choisie. Dans la version « risquée » du jeu, le joueur sait que l'urne contient autant de boules blanches que de boules noires. Dans sa

version « incertaine », on ne lui donne aucune information sur la composition de l'urne. De nombreuses études menées en laboratoire ont montré une nette préférence pour la version risquée du jeu. C'est un paradoxe, puisque les joueurs sont en général indifférents à parier sur noir ou blanc, révélant ainsi une probabilité de un sur deux de gagner, dans l'un ou l'autre jeu. Si les risques sont les mêmes, pourquoi donc les valoriseraient-ils différemment ? La raison s'en trouve dans l'aversion au caractère ambigu de la probabilité de gagner dans le jeu incertain. Cette aversion à l'incertitude se rajoute à l'aversion au risque pour créer une fuite vers la qualité, mesurée non pas par l'absence de risque, mais par l'existence de probabilités objectives. Dans le monde qui suit la crise des « subprimes », non seulement beaucoup d'investisseurs éprouvent des difficultés à évaluer les probabilités de défaut des actifs dérivés de crédit, mais cela est aussi vrai des grands intermédiaires financiers.

L'ampleur de la fuite vers la qualité observée depuis six mois est révélatrice de l'intensité de cette aversion à l'incertitude. Une étude menée à l'université de Toulouse par Laure Cabantous auprès d'actuaire français permet de se faire une idée du problème. Elle leur a d'abord demandé de fixer le prix d'une probabilité de deux pour mille de perdre 1,5 million d'euros : en moyenne, ils l'estimaient à 35 % de la perte. Dans une deuxième expérience, on leur expliqua que les experts reconnaissent leur incapacité à établir une probabilité objective, mais que celle-ci était certainement comprise entre 1 % et 3 %. La prime moyenne de risque monta à 78 %. Et quand on expliqua que les experts étaient en désaccord entre eux, la moitié estimant la probabilité à 1 % et l'autre à 3 %, alors la prime de risque monta à 88 % ! Dans ce dernier cas, plus d'un actuaire sur cinq aurait recommandé à son employeur de ne pas accepter ce risque, quel que soit son prix du marché. Nous sommes probablement là au cœur du problème de la crise.

Les baisses successives des taux d'intérêt orchestrées par la Fed ne peuvent avoir qu'un effet secondaire sur la source de la crise. Les banques centrales doivent surtout s'attacher à réduire l'incertitude, pour ramener le secteur financier dans le monde des probabilités découvert il y a 350 ans par Blaise Pascal et Pierre de Fermat.

JACQUES CREMER
ET CHRISTIAN GOLLIER sont
chercheurs à Toulouse sciences
économiques (TSE) et à l'Institut
d'économie industrielle (Idei).