

LE COMMENTAIRE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Psychologie des illusions financières

A force d'avoir été analysés, disséqués, détaillés, les ressorts de la crise financière sont maintenant bien connus. Les explications laissent pourtant quelques questions sans réponse. Pourquoi, au bout de la chaîne, s'est-il trouvé des investisseurs suffisamment crédules pour acheter des titres opaques, soi-disant sûrs et pourtant très rentables ? Pourquoi certains dirigeants de banque, alors même que leur propre fortune était très largement liée au destin de leur entreprise, n'ont-ils pas fait preuve d'un minimum de prudence ? La « dissonance cognitive », phénomène découvert dans les années 1950 par les psychologues et introduit en économie par le prix Nobel Georges Akerlof, en donne une explication plausible. Les êtres humains ont tendance à choisir les croyances qui les arrangent pour réduire leur anxiété et rosir le futur. Par exemple, les fumeurs « choisissent » de sous-estimer le risque du tabac pour leur santé. Au travers de multiples expériences, les psychologues ont montré que les vendeurs finissent par croire à leur propre boniment, même s'ils sont sceptiques au départ, pour éviter de se percevoir comme des menteurs. Ou, dit autrement, il est « irrationnel » d'être trop réaliste : tout le monde se ment un peu, surtout si le mensonge est sans conséquence. Plusieurs études montrent d'ailleurs que le réalisme est l'apanage des seuls individus dépressifs.

La théorie de la dissonance cognitive suggère donc que les acteurs de la finance n'ont pas simplement été incités à mal agir, mais aussi à croire qu'ils agissaient bien. Tout d'abord, la transition vers une culture de la vente a pu conduire les banquiers à croire que

les produits qu'ils vendaient avaient effectivement les propriétés fantastiques qu'ils vantaient quotidiennement à leurs clients. Mais, plus subtilement, les fortes incitations qui prévalent dans le monde de la finance ont sans doute aussi poussé les acteurs à trop d'optimisme. Par exemple, s'il peut en espérer un gros bonus, un trader prendra non seulement trop de risques – cet effet est bien connu –, mais le pire est qu'il se convaincra qu'il n'en prend pas. Et, à partir de là, il sera d'autant plus réticent à revenir en arrière et s'engagera dans une escalade fatale à un moment où il faudrait renoncer et déboucler ses positions. Autrement dit, les systèmes

Les systèmes incitatifs poussent les acteurs à devenir des « menteurs sincères ».

incitatifs poussent les acteurs à devenir des « menteurs sincères ». Du côté des acheteurs, le fait que le risque d'explosion des CDO ait été faible aura aussi poussé à l'optimisme : lorsqu'un investisseur sait qu'une tranche de CDO a une chance sur 1.000 de faire défaut, mais que, dans ce cas, au pire, il perd sa place, il a tout intérêt à ignorer le problème. Il devient alors sincèrement convaincu par l'argumentaire de l'agence de notation, bien qu'il sache depuis toujours que les agences sont biaisées, puisque financées par les vendeurs des titres. Roland Bénabou, de Princeton, rappelle que les collectivités, au lieu d'aplanir ces optimismes individuels, ont tendance à les amplifier en délire collectifs, voire totalitaires. Si les autres croient

qu'acheter des CDO est une bonne affaire, ils vont en acheter beaucoup et le destin de toute la salle de marchés sera lié à la rentabilité de ces titres. J'ai donc intérêt à y croire aussi, ce qui me pousse à acheter moi aussi des CDO. Avec plus de CDO en portefeuille, j'ai encore plus intérêt à en nier le risque...

Pour limiter l'émergence de bulles, les économistes préconisent typiquement trois séries de mesures. La première consiste à permettre aux investisseurs réalistes de parier sur la baisse de l'actif qui s'apprécie, ce qui est parfois difficile à faire en pratique. La deuxième préconisation consiste à informer davantage les investisseurs sur le rendement

réel des actifs impliqués. La troisième consiste à donner aux agents (comme les investisseurs institutionnels) des incitations de long terme qui les forcent à penser à l'« après-bulle ». La dissonance cognitive nous ramène à plus de réalisme sur notre capacité à empêcher l'exubérance irrationnelle, car les agents impliqués choisissent d'ignorer les mises en garde des Cassandra de l'économie. Tant que nous saurons nous mentir à nous-mêmes, il y aura des bulles...

Augustin Landier est professeur assistant à l'université de New York et David Thesmar est professeur associé à HEC et directeur scientifique du BNP Paribas Hedge Fund Center.