

La finance des événements rares

**LA CHRONIQUE DE
AUGUSTIN LANDIER
ET DAVID THESMAR**



La crise du « subprime » est désormais entrée dans sa phase 2. Cet été, c'est le marché interbancaire, sur lequel l'argent s'emprunte à court terme, qui s'était soudain tendu, empêchant les banques de refinancer leurs prêts à long terme. Depuis quelques semaines, ce sont les rehausseurs de crédit, dont le métier est d'assurer les créanciers contre le risque de défaut, qui flanchent. Les banques qui comptaient sur ces assurances risquent de devoir essuyer une nouvelle série de pertes sèches, et la crise pourrait se prolonger de quelques trimestres.

En fait, la crise a sanctionné un type particulier d'investissement : le pari contre les événements rares. Les banques, qui empruntaient des liquidités à court terme pour prêter à long terme à taux supérieur, pariaient sur le fait que le marché monétaire serait liquide, ce qui est presque toujours le cas. De même, les rehausseurs de crédit ont encaissé les primes d'assurance en échange d'une garantie d'intervention dans le cas peu probable d'une crise généralisée. Autre exemple, le « carry trade » yen-dollar. Cette stratégie consistait à emprunter en yens pour prêter en dollars, empochant ainsi la différence de taux d'intérêt entre les deux pays en s'exposant au risque d'une dévaluation du dollar, envisageable à moyen terme mais très peu probable à l'horizon d'un mois.

Jusqu'à l'été dernier, de nombreux investisseurs ont donc gagné de l'argent en s'exposant au risque d'une crise improbable. Ils se sont comportés comme des assureurs vendant des polices contre les catastrophes naturelles : 99 années sur 100, on empoche des primes. La centième, il faut payer.

Cet engouement pour la finance des événements rares obéit à des logiques spécifiques. La première est que, de par leur rareté, les conséquences de ces événements sont difficiles à prévoir. Bien des acteurs semblent avoir ignoré à quel point

le dégonflement de la bulle immobilière les toucherait. Les investisseurs semblent avoir négligé le fait que les paris qu'ils faisaient les exposaient à du risque en phase avec la macroéconomie. En effet, les défauts tendent à se produire pendant des périodes de ralentissement économique, au moment précis où l'investisseur souhaiterait se couvrir. Cet aspect toxique des CDO aurait dû dissuader davantage les investisseurs. Une étude de l'université de Harvard montre que, sur la période 2005-2006, le risque d'éclatement anticipé par le marché actions suggérait que les dérivés de crédit étaient clairement surévalués(1).

L'ignorance de ces deux effets tient pour partie à l'absence de données historiques. Il est commun en finance d'estimer les risques futurs en utilisant le passé comme représentation des scénarios possibles. Or non seulement les CDO sont des produits récents, mais il faut de plus remonter aux années 1930 pour observer un décrochage des prix immobiliers d'une ampleur similaire à celle observée actuellement. C'est la nature même des événements rares de ne pouvoir être appréhendés par analogie avec le passé.

Ensuite, la finance des événements rares s'est nourrie des incitations perverses mises en place dans le secteur bancaire. Refuser le jeu de la production massive de CDO n'était tout simplement pas une option attirante pour un dirigeant de banque aux bonus « benchmarkés » par les résultats des concurrents. Avoir « raison » avant les autres était même une option très coûteuse. Une génération de patrons a fait le pari que la bulle immobilière éclaterait après son départ.

Quelles leçons en tirer ? Les banquiers devraient s'inspirer des « hedge funds », qui ont montré une remarquable résilience au cours de la crise. S'ils ont plutôt bien résisté, c'est en partie parce qu'ils sont gérés par des managers tenus de voir plus loin que leur bonus de fin d'année. Par contrat, leur fortune est souvent largement investie dans le fonds, et pour longtemps. Or, sur longue période, même des événements rares ont une chance significative de se produire. Pour les gérants de « hedge funds », la tentation de parier sur l'absence d'événements rares est donc plus faible. Les patrons de banques n'ont apparemment pas été aussi précautionneux.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern).

DAVID THESMAR est professeur associé à HEC.

(1) Coval, Jurek et Strafford, 2007, « *Economie Catastrophe Bonds* »