

Interview d'expert

Ce que révèle la crise de la Société générale : Principe d'incertitude, crise boursière et comportement à risque



Thami KABBAJ,
interviewé par Thierry PORTAL



Publié par l'Observatoire International des Crises (OIC)

Magazine de la communication de crise et sensible | Publication

www.communication-sensible.com - © 2008 Tous droits réservés par les auteurs

Ce que révèle la crise de la Société générale : Principe d'incertitude, crise boursière et comportement à risque

Thami KABBAJ interviewé par Thierry PORTAL

Avec 4,9 milliards d'Euros de perte, l'affaire de la Société Générale constituera vraisemblablement LA plus grande perte financière d'une banque à l'échelle de la planète pendant encore de longues années. Hors du commun, cette crise semble avoir, au 'mieux', ruiné pour longtemps une réputation acquise de haute lutte par l'établissement bancaire, situé jusqu'ici au 3^{ème} rang français, et connu pour sa bonne gestion et sa 'parfaite' maîtrise des risques ; au pire, l'avoir amené au bord du gouffre (la faillite) tel qu'évoqué par Le Monde du 29 janvier 2008.

Surtout, cet épisode révèle un **univers où l'incertitude devient un principe d'action** et où l'aléatoire surplombe la pensée cartésienne classique. Loin d'être une activité économique comme une autre, l'analyse et l'activité boursière reposent, autant dans leurs fondements que dans leur pratique quotidienne, sur des principes d'action proches de la gestion de crise. En effet, comme dans une situation 'crisogène', il s'agit pour l'opérateur d'embrasser l'incertitude en gérant au mieux informations contradictoires et phénomènes de rumeurs, de maîtriser les comportements à risque en suivant un 'tableau de bord' ou de respecter une ligne de conduite fondatrice pour mieux comprendre le fil des événements, d'ancrer son action sur une attitude d'écoute lucide du marché et, enfin, de visualiser les divers scénarios en anticipant les grandes lignes de faille. En bref, pour l'opérateur boursier comme pour le gestionnaire de crise, il s'agit de **déployer des ressorts psychologiques et intellectuels qui permettent d'ouvrir le champ des possibles** pour trouver le meilleur cheminement dans la gestion systémique de l'événement. C'est donc bien cette ressemblance, ce **parallélisme** entre gestion de crise et activité boursière qui se trouvent être à l'origine de ce texte court dont le propos est, en s'appuyant sur l'étude de mécanismes de base, de **comprendre quelques principes cinétiques pouvant être à l'origine d'une crise de cette nature**.

Pour ce faire, le Magazine de la Communication de Crise et Sensible s'est rapproché de Monsieur **Thami KABBAJ**, chercheur en finance

comportementale / analyse technique, ancien trader lui-même, professeur agrégé d'économie, auteur de plusieurs articles et ouvrages de référence sur le trading, directeur de collection chez Eyrolles (www.thamikabbaj.com) ... Il s'agit donc d'un article / entretien, mené par **Thierry PORTAL**, auteur 'habitué' de nos colonnes, construit à partir d'un jeu de questions réponses dont l'ambition est d'éclairer la question de l'incertitude boursière, sources d'opportunités mais aussi de risques très importants, comme dans l'affaire Société Générale.

Deux axes primordiaux s'entrecroiseront en permanence pour mieux guider nos pas. En 1^{er} lieu, il s'agira d'expliquer, sur un registre assez théorique, en quoi **le principe d'incertitude surplombe toute activité boursière** en la soumettant par nature au jeu indéterminé de l'aléa, et en faisant d'elle une activité 'extra ordinaire' proche de la gestion de crise. Le 2nd axe permettra au lecteur de faire des **parallèles entre celui-ci et celle-là** à partir de modalités de perceptions et de gestion particulièrement concrètes.

Cet article inaugure **une série d'entretiens** à venir avec de « Grands témoins » ou des experts reconnus.

T P : *Monsieur KABBAJ, vous êtes vous même ancien trader et êtes l'auteur d'un ouvrage remarqué « La psychologie des grands traders » (Eyrolles – 2007). Dans ce dernier, vous évoquez l'incertitude comme une clef fondamentale de l'activité de trading. Pouvez-vous nous expliquer **en quoi le principe d'incertitude est-il consubstantiel de l'activité d'un trader ?***

T K : « Les cours boursiers peuvent dessiner des mouvements totalement aléatoires et désarçonner même le plus aguerri des traders. Ceci est d'autant plus vrai que, lors de notre formation universitaire, nous avons été habitués à développer une logique cartésienne implacable. Derrière chaque mouvement, il doit y avoir une raison. **Or, sur les marchés, un cours boursier peut évoluer sans raison apparente à court terme mais également à long terme.** Une entreprise peut afficher des résultats positifs et voir son cours baisser. Cela peut donc surprendre le trader qui, dans un premier temps, évoquera l'irrationalité des marchés. C'est d'ailleurs souvent le cas des économistes de marché qui établissent des pronostics sur l'évolution des devises en se basant sur des critères d'ordre fondamental. Néanmoins, si les marchés n'évoluent pas dans le sens attendu, ils ne vont pas hésiter à évoquer une certaine irrationalité des marchés. **Le bon trader doit donc apprendre à vivre avec cette incertitude des marchés ».**

T P : *Compte tenu de cela, que nous dit la 'littérature économique' - dont l'objet théorique est de comprendre les risques pour mieux les qualifier - sur*

la question de l'aléatoire ? **Présente-elle quelques fondements théoriques au principe d'incertitude en bourse ?** Par exemple, en quoi l'incertitude s'oppose-t-elle aux théories néoclassiques du marché qui posent le postulat de la rationalité des individus ainsi que le modèle d'une concurrence pure et parfaite ? De plus, en quoi contribue-t-elle à exclure la prédictibilité des évolutions boursières ?

T K : « Sur votre 1^{ère} série de questions, je répondrai que la théorie néoclassique a toujours mis en avant l'hypothèse d'un individu extrêmement rationnel capable de prendre une décision en se basant sur toute l'information à sa disposition. En outre, cette théorie considère que la condition nécessaire pour qu'un marché soit efficient est l'élimination de toute possibilité d'arbitrage. Dès lors, il s'agit de rendre les marchés beaucoup plus 'liquides' et concurrentiels. **Dans les faits, on s'aperçoit qu'en situation d'incertitude, les individus sont souvent dominés par des biais psychologiques et que les marchés ne sont pas toujours efficients (...)**

Quant à votre question sur la prédictibilité, c'est la théorie de l'efficience des marchés qui postule justement que les mouvements boursiers sont totalement aléatoires. **Il est vain de chercher à prédire les cours boursiers car cela est impossible.** Dès lors, en situation d'incertitude, nul ne peut battre les marchés à long terme ... ».

T P : *Gérer en bourse ce principe d'incertitude revient-il donc exclusivement à éviter les positions trop risquées ? Ou bien existe-il une 'méthode' psychologique qui aille au-delà du seul plan de trading, c'est à dire une 'écologie des émotions' qui serve à éclaircir l'horizon dans le 'bruit' créé par l'ensemble des informations contradictoires, y compris les rumeurs ? Autrement dit, **que signifie 'embrasser l'incertitude', expression employée dans vos divers ouvrages et articles ?** Par exemple, cela sous entendrait-il que le trader doive, pour ce faire, disposer d'un quelconque 'tableau de bord' qui se rapprocherait des outils utilisés lors de la gestion d'une crise ?*

T K : « L'incertitude est inhérente aux marchés. Le trader doit l'accepter totalement. En effet, si les mouvements boursiers sont potentiellement illimités, **la seule manière d'y faire face est de structurer son esprit pour mieux affronter cette incertitude.** L'expérience menée par les deux économistes du MIT Andrew Lo et Dmitry Repin (illustre parfaitement nos propos. Ils ont cherché à mesurer les émotions de plusieurs traders opérant en temps réel. Les résultats de cette recherche montrent que les traders expérimentés réagissent bien mieux face aux événements aléatoires que les traders novices. Ils ont effectué le travail nécessaire pour opérer dans ce type d'environnement. **Une erreur récurrente commise par de nombreux traders consiste à rechercher des certitudes dans un environnement où l'aléa règne.** Les traders maîtrisent mal les probabilités ! Et confondent

souvent l'existence de récurrences sur les marchés financiers avec la possibilité de prévoir de manière certaine l'évolution des cours boursiers. Ainsi, ils sont surpris lorsque le marché ne dessine pas leur scénario.

Embrasser l'incertitude permet en fait au trader de se préparer mentalement à toutes les éventualités. Ainsi, il n'hésitera pas à sortir d'une position perdante si la situation l'impose. Pour y parvenir, le plan de trading constitue un outil incontournable et extrêmement performant. Il permet au trader de développer plusieurs règles précises et détaillées qui devront être suivies à la lettre. La visualisation constitue une autre technique performante et elle est utilisée par des trader d'exception comme le célèbre Bruce Kovner. Cette technique consiste à répéter mentalement les configurations de marché et les différents scénarios possibles. Ainsi, en situation réelle, le trader sera capable d'agir froidement et de manière optimale ».

T P : *A vous entendre, savoir gérer l'incertitude relève davantage d'une attitude, d'une prédisposition psychologique face à l'aléa plutôt qu'au fait de disposer d'outils ad' hoc susceptibles d'aider l'opérateur à mieux conduire l'évènement ... De fait, en tant que chercheur, vous vous réclamez de l'école comportementaliste (qui étudie les finances sous l'angle du comportement - nldr). **En quoi celle-ci permet-elle de mieux étudier les disfonctionnements du marché, par exemple d'en détecter certaines anomalies, voire d'en prévenir les crises ?***

T K : « Pour la théorie néoclassique, les cours boursiers ne se décalent jamais très longtemps de leur valeur fondamentale pour les raisons évoquées précédemment. Les individus étant rationnels, toute anomalie sera rapidement détectée et éliminée. **A mon sens, le grand tort de la théorie néoclassique est d'avoir totalement occulté la dimension psychologique.** Or, de nombreux travaux de recherches menés par la finance comportementale montrent que les individus ne sont pas rationnels en situation d'incertitude. Ils vont donc baser leurs décisions d'investissement sur des critères peu pertinents comme par exemple une rumeur ou un attrait infondé pour un certain type d'actif financier pour la simple raison qu'ils le connaissent bien. De plus, l'activité d'arbitrage, qui revêt une importance déterminante pour l'efficacité des marchés, s'avère risquée. Il en est ainsi des deux économistes Barberis et Thaler qui ont mis en évidence deux types de risques : **le risque fondamental**, lié à la difficulté pour un arbitragiste d'évaluer correctement la valeur fondamentale d'un actif financier du fait de la survenance inattendue de nouvelles d'ordre fondamental ; et **le risque lié aux noise traders**, du fait de l'impossibilité de prédire de manière exacte le retour du cours boursier vers sa valeur fondamentale ...

Ainsi, pour répondre à votre question, ces phénomènes sont récurrents sur les marchés. Un investisseur peut tirer de ces récurrences des règles de trading extrêmement efficaces. Néanmoins, la théorie comportementale n'offre pas suffisamment d'éléments pour prévenir les crises. Elle permet avant tout de comprendre en quoi les préceptes de la théorie néoclassique sont caducs et expliquent pourquoi les marchés peuvent diverger des valorisations fondamentales. Par contre, **cette approche est extrêmement utile pour comprendre la psychologie individuelle** et permet donc au trader d'opérer au meilleur niveau en évitant les prises de position trop risquées ».

T P : *Dans votre ouvrage « La psychologie des traders », vous expliquez le phénomène de dissonance cognitive comme l'élément déclencheur d'une perception biaisée du risque boursier. **Pouvez-vous nous préciser en quoi celle-ci constitue-t-elle une mécanique susceptible de conduire à des comportements à risque ?***

T K : « Les travaux du prix Nobel d'économie Daniel Kahneman montrent que les investisseurs ont tendance à gérer différemment les gains et les pertes. **Leur perception du risque évolue en fonction de leur situation financière.** Daniel Kahneman met en évidence une aversion des individus aux pertes. Le trader prend des risques de plus en plus importants en situation perdante alors qu'il est extrêmement conservateur en position gagnante. Cette manière d'opérer est dangereuse et explique sans doute la faillite de nombreux investisseurs. Les traders professionnels ont appris à inverser cette manière naturelle d'opérer et à couper rapidement leurs positions perdantes tout en laissant courir leurs positions gagnantes.

La dissonance cognitive s'apparente donc à une perception sélective. Avant la prise de décision, le trader va souvent effectuer des recherches puis, une fois son choix arrêté il ouvrira une position. Si le marché évolue dans son sens, il aura souvent un sentiment de toute-puissance alors que si le marché infirme son raisonnement il se sentira comme trahi et aura une sensation de gêne qu'il tentera d'atténuer en ignorant simplement l'information. **Cette attitude est extrêmement dangereuse car le trader est dans une attitude de déni au lieu d'affronter l'information et d'y faire face en prenant la décision appropriée** à savoir sortir rapidement de sa position avec une perte limitée ».

T P : *On imagine facilement la peur du gouffre du trader face à des décisions dont il sait qu'elles peuvent impacter durablement ses positions ou ses résultats. **Peut-être est-ce sur ce point que l'activité boursière se rapproche le plus d'une intervention en situation de crise ...** Pouvez-vous expliquer sous quelles formes la peur est partie intégrante de 'l'écologie émotionnelle' du trader et en quoi consiste-t-elle ?*

T K : « Les pertes ainsi que les situations extrêmes vont souvent déclencher un sentiment de peur et parfois de panique. **Dans ces situations particulières, le trader peut se mettre à prendre des risques inconsidérés.** Il n'a plus d'espoir et ne pense plus aux conséquences de ses actes. Par ailleurs, le trader peut également tomber dans un état de paralysie. Il est traumatisé par la perte et n'est plus en état d'agir sur les marchés. Il ne comprend pas la raison de ce renversement brutal du marché et, au lieu de sortir simplement de sa position, il tente de trouver des explications. Cette attitude est d'autant plus dangereuse en trading car l'inaction est une décision. Ce point de vue est formulé par le célèbre trader Michael Marcus : « si vous ne comprenez pas pourquoi le marché se retourne contre vous, il faut d'abord sortir de sa position puis rechercher l'explication... ». **Ces situations de peur, de panique et de paralysie sont à ce point récurrentes sur les marchés que le trader doit fondamentalement en prendre conscience. Pour cela, il doit habituer son esprit à ces mouvements aléatoires et cela n'est possible qu'avec l'expérience et la répétition des différentes configurations de marché ».**

T P : *Dans le cas précis de la Société générale, le comportement du trader Jérôme KERVIEL entre-t-il concrètement dans ce mécanisme qui fait de la prise de risque une spirale dangereuse parce que sans fin ?*

T K : « Les éléments dont nous disposons permettent de mettre en évidence deux biais psychologiques dont Jérôme Kerviel a sans doute été victime, à savoir **l'excès de confiance et la recherche de certitudes.** D'ailleurs, le cas Jérôme Kerviel n'est pas un cas exceptionnel et ressemble étrangement à celui de son ancien confrère britannique Nick Leeson, considéré par sa hiérarchie comme un trader vedette. Il était adulé par ses pairs et cette envie de préserver sa réputation l'a sans doute incité à utiliser sa connaissance des procédures de contrôle pour camoufler ses pertes et donner l'illusion d'une véritable expertise des marchés.

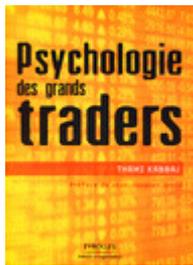
Kerviel a sans doute été victime du même biais psychologique. Issu d'un milieu modeste, sa principale motivation était de prouver qu'il était un trader d'exception. Ce désir a sans doute été renforcé dans un milieu professionnel peuplé de polytechniciens auquel il était étranger. Par ailleurs, dans un article du Monde, Kerviel expliquait à ses collègues qu'il aurait développé une martingale lui permettant de gagner à tous les coups. **Or, un bon trader sait qu'un tel système ne peut exister** et qu'il est vain, voire même dangereux, de tenter de le développer. Le trader joue avant tout un système lui offrant des probabilités avantageuses et évite de rechercher vainement des certitudes. **Les travaux de recherche montrent qu'il ne s'agit pas d'un cas isolé et que la plupart des individus sont dominés par l'excès de confiance ... ».**

Entretien mené par Thierry PORTAL, consultant et journaliste indépendant en communications sensibles

Site : <http://portal-communications-sensibles.over-blog.fr>)

Dernier article sur le Magazine de la Communication de Crise et Sensible :
« Alliances avec les parties prenantes : une lecture stratégique selon le jeu de GO »

<http://www.communication-sensible.com/download/jeu-de-go-et-alliances-strategiques.pdf>



Thami KABBAJ – « La psychologie des grands traders » - Eyrolles 2007

« Emotion, excès de confiance, comportement moutonnier... Qui peut encore affirmer que les biais psychologiques n'ont pas d'incidence en terme d'investissement boursier ? Basé sur un travail de synthèse des meilleurs ouvrages de psychologie et des travaux de recherche les plus récents en matière de finance comportementale, ce livre met en lumière la manière de penser et d'opérer des meilleurs traders ».