

INTRODUCTION GENERALE

in Bourghelle D., Brandouy O., Gillet R. et A. Orléan (éds.), *Représentations collectives et croyances sur les marchés financiers*, Paris, Economica, coll. « Recherche en Gestion », 2005, à paraître.

La finance théorique moderne repose tout entière sur l'idée qu'il est possible de définir, sans ambiguïté, pour les firmes comme pour les actifs qui leur sont associés, une valeur objectivement déterminée. Le fait que cette objectivité postulée du monde économique soit de nature probabiliste est, d'un point de vue théorique, totalement secondaire. Keynes en était si parfaitement convaincu qu'il n'a pas hésité à écrire¹ : « Le calcul des probabilités (est) supposé capable de réduire l'incertitude au même état calculable que l'état de la certitude elle-même ». Dans le cadre de cette perspective qu'on peut dire « naturaliste » ou « objectiviste », les revenus et les risques associés aux produits financiers sont pensés à la manière de faits objectifs : les fluctuations de prix n'ayant alors d'autres origines que les « surprises de la nature », en l'occurrence la variabilité naturelle des données économiques fondamentales (ressources, préférences, techniques), « les risques (sont) supposés mesurables avec certitude par le calcul actuariel » (Keynes, 213).

Sur la base de ce postulat fondateur, la théorie financière moderne s'est développée autour de deux hypothèses centrales : celle d'anticipations rationnelles et celle d'efficacité des marchés. La première se comprend aisément : dès lors que la valeur et le risque relèvent de probabilités

¹ Keynes John Maynard, « The General Theory of Employment », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, février 1937, page 213.

objectives, ils ne présentent pas d'obstacles spécifiques d'intelligibilité pour l'investisseur rationnel et informé et, en conséquence, leur estimation parfaite est à sa portée. Elle prend la forme d'une espérance mathématique, conditionnelle à l'information existante. Telle est l'anticipation rationnelle.

Le concept d'efficience est plus complexe et se décline de deux manières distinctes selon qu'on se situe à un niveau théorique ou à un niveau opérationnel.

- Au un niveau théorique, l'efficience se décompose à nouveau en deux propriétés : efficience informationnelle et efficience allocative. Un marché est efficient informationnellement si toute l'information disponible est contenue dans les prix de telle sorte que le prix constitue le meilleur estimateur possible de la valeur fondamentale. On parlera d'efficience allocative lorsque les cours financiers fournissent à l'économie réelle les bons signaux permettant une allocation pareto-optimale des ressources rares, en l'occurrence le capital.
- Au un niveau opérationnel, un marché est dit efficient s'il constitue un « jeu équitable » ou encore si « on ne peut pas battre le marché ». On parlera alors d'« efficience technique » pour distinguer cette propriété des deux formes précédentes d'efficience. L'expression mathématique la plus traditionnelle de l'efficience technique est l'idée de « marche au hasard » des cours ou de « martingale ».

Tester l'efficience informationnelle pose de redoutables problèmes statistiques et théoriques puisque les résultats des tests vont dépendre du modèle d'évaluation fondamentaliste retenu, ce qu'on appelle le « problème de l'hypothèse jointe » (Fama²). Cependant, aux yeux de nombreux théoriciens, constater « qu'on ne peut pas battre le marché », au moins sur le long terme, tendrait à prouver que celui-ci présente la propriété essentielle de fournir une estimation de qualité constante de la valeur intrinsèque des actifs échangés (voir Roland Gillet et Ariane Szafarz, chapitre 2). En un mot, à la limite, efficience technique et efficience informationnelle seraient vues comme équivalentes. La question mérite d'être débattue. Si l'on peut, en effet, soutenir à bon droit que l'efficience informationnelle entraîne l'efficience technique, l'inverse n'a rien d'évident. N'est-il pas possible de concevoir un marché vérifiant, même approximativement, la propriété de marché aléatoire des cours, sans, pour autant, adhérer à l'hypothèse selon laquelle existerait

² Fama E., « Efficient Capital Markets II », *Journal of Finance*, vol. 46, n°5, décembre 1991, 1575-1617.

une valeur fondamentale objective, définissable *ex ante* sans ambiguïté, dont le prix serait l'estimateur optimal ? Est-il véritablement *nécessaire* que les modèles de *pricing* soient fondamentalistes ? Ne serait-il pas *suffisant* qu'un outil d'évaluation soit largement diffusé, qu'un ensemble de représentations collectives du futur émerge et s'impose, ce qu'André Orléan (chapitre 1) appelle une « convention », pour que l'efficience technique soit atteinte ?

En d'autres termes, ne peut-on conserver la notion d'efficience technique tout en renonçant aux hypothèses fortes et irréalistes d'objectivité *ex ante* du futur économique ? Penser ainsi conduit à ouvrir une perspective nouvelle en matière de théorie financière. Alors que l'approche traditionnelle à la Arrow-Debreu analyse les marchés financiers comme des lieux ayant pour fonction de coter des événements préalablement déterminés (hypothèse d'objectivité du futur), cette approche nouvelle y voit un espace public, de nature communicationnelle, ayant pour finalité de faire émerger une représentation partagée du futur, ce qu'on peut appeler un « scénario de référence », permettant aux investisseurs de se coordonner. La bulle « Internet » nous en fournit l'illustration la plus exemplaire. Ce n'est qu'*ex post* qu'on peut déterminer si ce scénario de référence était ou non pertinent. Dans un tel cadre, la propriété d'efficience technique est obtenue parce que ces représentations conventionnelles sont largement partagées, admises, légitimées, et que le système sociotechnique des marchés en permet une exploitation instantanée. L'approche conventionnaliste en finance cesse de croire à l'existence de probabilités objectives déterminant l'évolution future de l'économie, pour adhérer à la vision keynésienne d'un futur radicalement incertain, objet d'évaluations essentiellement subjectives (Orléan, chapitre 1).

Si cet ouvrage n'a pas la prétention d'apporter une réponse définitive à ce débat, il espère bien contribuer en éclaircir les termes.

Perspectives ouvertes par cet ouvrage

L'ouvrage traite les questions précédemment évoquées en se saisissant de l'hypothèse d'objectivité en finance, mais aussi du rôle du mimétisme et des conventions, des phénomènes d'auto-organisation et de leurs implications tant en finance d'entreprise que de marché ainsi qu'au niveau du système bancaire dans son ensemble. La réflexion s'organise autour de quatre thèmes principaux qui parcourent, comme autant d'axes de force, les six chapitres de cet ouvrage :

- La question de l'objectivité en finance et ses implications quant à l'efficience des marchés.

- Les mécanismes de coordination des opinions et de convergence des comportements à l'œuvre dans la sphère financière.
- Leurs implications théoriques et méthodologiques.
- Les perspectives d'évolution paradigmatique qu'ils soulèvent.

La question de l'objectivité en Finance

Traiter théoriquement la question de l'efficacité informationnelle, c'est s'interroger sur l'hypothèse de base qui lui donne sens, à savoir l'hypothèse selon laquelle le futur relèverait de probabilités objectives, définissables *ex ante*. C'est donc le postulat d'une valeur fondamentale objective qui se trouve être alors disséqué (André Orléan, chapitre 1). Les variables critiques pour définir la valeur fondamentale sont les revenus futurs ainsi que le risque qui leur est associé. La sensibilité des résultats à ces paramètres explique que les marchés soient très attentifs aux communiqués réguliers des entreprises sur leurs bénéfices, ce qui est largement repris dans la théorie du signal (Guy Van Loye, chapitre 6).

Proposer une voie alternative nécessite de substituer à l'hypothèse d'un futur objectif, l'hypothèse d'une incertitude de type knighien ou keynésien entourant l'avenir (André Orléan, chapitre 1). C'est là une évolution théorique radicale. Elle a pour conséquence majeure le fait que désormais, l'évaluation financière est pensée comme étant d'une nature irréductiblement subjective. Il s'agit d'une « opinion », comme le résume A. Orléan. A ses yeux, la réalité de cette dimension subjective trouve sa pleine expression dans le fait que deux investisseurs, parfaitement rationnels et informés, peuvent adhérer à des évaluations financières divergentes, sans pour autant que soient transgressées ni leur rationalité, ni leurs informations, ce qui prouve sans conteste que l'estimation financière ne se réduit ni à la seule rationalité, ni à la seule information, mais contient un élément idiosyncrasique irréductible.

Mécanismes de coordination et de convergence

Dans une telle perspective, se pose avec acuité la question de comment les opinions se coordonnent. Le marché s'analyse désormais comme un lieu où ces opinions subjectives font l'objet d'un processus constant de réélaboration, conduisant à l'émergence de représentations partagées, les conventions. Différents types de mécanismes sont à l'œuvre pour rendre intelligible ces transformations : la convergence mimétique et la convergence sociologique (A. Orléan, chapitre 1, Frédéric Lobeux et Joël Petey, chapitre 4), voire la convergence microstructurelle (David Bourghelle, chapitre 3).

A la base de ces mécanismes, des référentiels communs, à forte teneur symbolique, gouvernent nos représentations de la valeur. On retrouve cette idée chez Lordon³ (1999), mais aussi chez Boltanski et Thévenot⁴ (1991). Ce niveau peut être qualifié de « métaconventionnel ». Il contraint nos schémas d'interprétation sur ce que le futur économique sera et polarise globalement nos opinions sur le long terme ; il n'a pas pour but de dire le vrai (par exemple, en finance, le « fondamental »), mais plutôt de permettre une coordination des opinions sur des objets socialement construits parce qu'intrinsèquement incertains.

Imbriqué dans ce niveau métaconventionnel, la convergence mimétique des opinions (explicitée par André Orléan dans le chapitre 1) constitue un mécanisme de coordination central sur les marchés financiers et ce notamment en situation de crise : face à une information « inédite », les opérateurs ont recours à des conventions d'interprétation qui se forment par un processus autoréférentiel, à l'image de ce que Keynes décrit dans le fameux « concours de beauté ». Ce type de coordination est également à l'œuvre dans l'industrie bancaire, quand on considère les comportements des déposants et des banquiers, l'importance des croyances, des mécanismes autoréférentiels ainsi que les phénomènes de contagions dans les épisodes de *bank runs* (Frédéric Lobe et Joël Petey, chapitre 4).

Au quotidien, sur les marchés financiers, un des supports de cette autoréférentialité mimétique est l'exploitation du flux et du carnet d'ordres, qui, pour de nombreux opérateurs, constituent des sources naturelles à partir desquelles ils élaborent leurs stratégies de placement. Dans ce cadre, David Bourghelle (chapitre 3) montre comment des points saillants apparaissent dans les séquences de prix autour desquels les placements d'ordres se polarisent, finissant par forger de véritables pratiques microconventionnelles.

A ce stade de la réflexion, il convient de noter que le sens à prêter aux prix observés n'est pas nécessairement le même que celui attribué usuellement par la théorie standard : il s'agit plus d'un consensus social, fruit d'un ensemble de pratiques de marché et de l'endogénéité des opinions, mais aussi de la structure sociotechnique des bourses de valeur. Olivier Brandouy montre ainsi dans le chapitre 5, comment la structure des réseaux sous-jacents à l'activité

³ Lordon F. (1999), Croyances économiques et pouvoir symbolique, L'année de la régulation, Vol 3, 169-210.

⁴ Boltanski L., Thévenot L. (1991), De la justification : les économies de la grandeur, Gallimard, Paris.

de marché doit être prise en compte pour l'analyse de la formation et de la diffusion de ce consensus.

Pour résumer cette argumentation et répondre à une des questions initialement posées dans cette introduction générale, « *Quel sens prêter à l'efficience si on retient une approche antinaturaliste de la finance ?* », on qualifie le concept d'efficience de propriété sociotechnique des bourses modernes (« on ne peut pas battre le marché sur le long terme »), tout en substituant à l'ancrage fondamentaliste de la théorie standard une conception conventionnaliste des faits financiers. Ainsi les prix observés sur les marchés financiers constituent, à un moment donné, une représentation socialement admise, légitimée par des modèles dominants, d'un futur possible.

Implications théoriques et méthodologiques

L'ensemble de ces éléments de réflexion questionne la théorie financière dans sa globalité. Deux remarques générales à ce propos peuvent être ici formulées :

1. Il advient selon cette logique que les prix observés sur les marchés de capitaux ne sont pas fondamentalement aptes à donner systématiquement des signaux fiables sur l'usage raisonnable des fonds. Les cotations sur les bourses de valeur peuvent refléter, dans certaines circonstances, un régime instable de marché, ponctué de bulles et de krachs et, dans d'autres circonstances, témoigner d'une dynamique plus ordinaire, centrée sur des attracteurs que certains qualifieraient de fondamentaux. La sensibilité du système aux paramètres qui le définissent (fréquence des échanges, type de rationalité à l'œuvre, hétérogénéité des opinions et des dotations financières), est révélatrice du haut degré de complexité des interactions entre agents financiers (voir Olivier Brandouy, chapitre 5).

Au-delà des seuls marchés d'actifs, une conséquence de cet écart à l'allocation optimale des ressources est que, sous l'emprise des phénomènes mimétiques et des craintes de tarissement de la liquidité, les systèmes bancaires connaissent d'importants régimes d'instabilité. Des phénomènes de contagion d'opinions engendrant des crises de grande envergure ont été observés alors même que la plupart de ces systèmes sont soumis à des contraintes prudentielles très sophistiquées (Frédéric Lobe et Joël Petey, chapitre 4).

2. Une deuxième conséquence, tout aussi importante, est que la valorisation des entreprises sur les marchés pourrait ne pas signaler objectivement la

qualité du management ou la pertinence d'une stratégie par exemple. Le cours boursier, comme instrument de gouvernance, doit être observé avec circonspection tant il est susceptible d'être influencé par des paramètres largement hors du contrôle du gestionnaire (voir Guy Van Loye, chapitre 6). Toutefois, on peut légitimement s'interroger sur le poids de la communication financière et plus généralement sur la capacité des managers à favoriser ou combattre les conventions financières au gré de leurs intérêts. Ainsi que l'évoque Guy Van Loye, les deux approches théoriques du signal et des conventions pourraient trouver ici un intéressant point de contact. Une conséquence directe de ces remarques est qu'il est trop réducteur de vouloir comprendre les faits financiers à l'aune seule des outils quantitatifs et de la logique fondamentaliste standard.

Une évolution paradigmatique ?

Notre progrès dans la compréhension des mécanismes de marché suppose ainsi le recours à des approches complémentaires, parfois concurrentes de la théorie orthodoxe :

- La théorie des conventions (Orléan, chapitre 1) propose un cadre paradigmatique élargi apte à rendre compte d'une vaste gamme de faits financiers. Elle admet les principaux résultats de la théorie financière moderne comme des cas particuliers de sa formalisation générale⁵ (quand un modèle conventionnel fait l'objet d'une telle adhésion unanime qu'il passe aux yeux des investisseurs pour le seul vrai modèle fondamental).
- L'étude systématique des supports de diffusion des croyances, des représentations et, plus largement, des conventions doit dans ce cadre faire l'objet d'une exploration et, à terme, d'approfondissements conséquents (Olivier Brandouy, chapitre 5). Les approches socio-économiques, mais aussi celles de l'*éconophysics* et des systèmes complexes, apparaissent ici comme très prometteuses.
- Enfin, le recours à l'analyse microstructurelle, à la fois au niveau empirique (par exemple avec l'analyse des données haute-fréquence) mais aussi pour la modélisation des interactions entre agents financiers, s'avère essentiel pour l'analyse fine du rôle des

⁵ Voir Orléan A., « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in *Crises financières*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, 2005, sous presse.

croiances dans la marche quotidienne des marchés (David Bourghelle, chapitre 3) ainsi que pour mieux appréhender le rôle des organisations et des institutions dans l'efficience du système sociotechnique des marchés financiers (Roland Gillet et Ariane Szafarz, chapitre 2).

Cet ouvrage souhaite ainsi esquisser l'épure d'un programme de recherches qui aurait l'ambition de répondre à ces désirs d'approfondissement théorique. Il n'a toutefois d'autres prétentions que d'être un essai et de susciter des débats et de nouveaux travaux.

Lille, Octobre 2004

D. BOURGHELLE
O. BRANDOUY
A. ORLEAN