

Chapitre 1

REFLEXIONS SUR L'HYPOTHESE D'OBJECTIVITE DE LA VALEUR FONDAMENTALE DANS LA THEORIE FINANCIERE MODERNE

André Orléan

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.

Introduction

L'approche financière (Orléan, 1999) que défend le présent article a ceci de spécifique qu'elle rejette l'idée, pourtant communément admise par la théorie économique, selon laquelle existerait ex ante quelque chose comme une « valeur objective » des entreprises, encore appelée « valeur intrinsèque » ou « valeur fondamentale », qui serait au fondement des cours boursiers et nous en livrerait l'intelligibilité. Avant d'entrer dans l'étude de ce point, il convient, en guise d'introduction, de faire ressortir l'importance primordiale que revêt l'hypothèse générale d'objectivité de la valeur, pour l'économie, d'un point de vue épistémologique. Cette question dépasse notablement le seul domaine de la finance. On la trouve au cœur même de la manière dont les économistes pensent la singularité de leur discours. À leurs yeux, l'économie se distingue des autres sciences sociales précisément en ce qu'elle traite de contraintes objectives, les contraintes de rareté, qui s'imposent aux acteurs, quelles que soient leurs croyances, alors que des disciplines comme l'histoire ou la sociologie étudient des faits d'opinion dont la signification varie avec la mentalité des peuples. Il n'est pas exagéré de dire que les économistes pensent l'identité profonde de leur discipline contre les disciplines concurrentes, au travers de cette opposition paradigmatique entre indétermination de l'opinion et objectivité de la valeur, ce qu'illustre la véhémence des résistances que provoque sa critique.

On en trouve un exemple emblématique dans les vives réactions auxquelles a donné lieu la conférence prononcée par Durkheim devant la Société d'Économie Politique en 1908. Il faut dire que la question était particulièrement sensible puisqu'elle portait précisément sur « la place de l'économie politique dans les sciences sociales ». Voilà la réponse de Durkheim : « Ce qui fait la difficulté de la question posée, c'est que les faits dont traite l'économie politique et ceux qui font l'objet des autres sciences sociales semblent, au premier abord, de nature très différente. La morale et le droit, qui sont la matière des autres sciences sociales déterminées, sont essentiellement des choses d'opinion... Au contraire, les richesses, objet de l'économie politique, sont des choses, en apparence essentiellement objectives, indépendantes, semblent-ils, de l'opinion... L'orateur croit pourtant que les faits économiques peuvent être considérés sous un autre aspect ; eux aussi sont, dans une mesure qu'il ne cherche pas à déterminer, affaire d'opinion. La valeur des choses, en effet, dépend non pas seulement

de leur propriétés objectives ; mais aussi de l'opinion qu'on s'en fait » (Durkheim, 1975, 219-220). La réponse des économistes ne s'est pas faite attendre. Elle fut cinglante. M. E. Villey dit s'être « senti quelque peu scandalisé ». Il présente son objection de la manière suivante : « L'opinion a une très grande influence sur les conditions de marché qui agissent sur la valeur ; mais elle ne détermine pas la valeur, laquelle est déterminée par des lois naturelles rigoureuses ... c'est toujours la loi de l'offre et de la demande, complètement indépendante de l'opinion, qui règle le prix comme elle détermine toutes les valeurs » (ibid., 223). M. Paul Leroy-Beaulieu surenchérit et conclut : « l'économie politique occupe le premier rang parmi les sciences sociales : seule elle repose sur une base indestructible et positive, et ses lois sont immuables, quelles que soient les variations de l'opinion » (ibid., 225).

Sur ces questions, les économistes contemporains n'ont guère évolué. Leur philosophie spontanée reste inchangée et l'objectivité de la valeur y occupe toujours la place centrale. Cette philosophie peut être dite « objectiviste » ou « naturalisante » en ce qu'elle pense l'équilibre économique et financier comme l'adaptation réussie à des contraintes naturelles de rareté qui lui préexistent. Les croyances des agents n'y jouent aucun rôle. Ce sont les fondamentaux (ressources, technologies, préférences des consommateurs, structures des marchés) qui déterminent l'évolution des prix (Orléan, 2002). Cette manière objectiviste d'aborder les problèmes trouve dans la théorie financière une illustration exemplaire. C'est à sa critique qu'est dédié le présent article. Nous montrerons que l'attachement à l'hypothèse d'une valeur objective, appelée valeur fondamentale, définie antérieurement aux échanges, ne tient pas et doit être abandonné sans que, pour autant, le raisonnement économique perde toute pertinence. Cet abandon conduit à une remise en cause radicale de l'idée d'efficacité informationnelle dans la mesure où il n'est plus possible de déterminer ex ante ce qu'est la « bonne estimation ». En conséquence, la notion de « bulle » elle-même, définie comme un écart durable entre la valeur fondamentale et le prix observé, perd sa signification. L'importance d'un tel abandon ne devrait cependant pas être surestimée si l'on songe qu'aujourd'hui même, concernant des phénomènes aussi massifs que la Tulipomania, les économistes ne sont pas d'accord quant à savoir s'il s'agit d'une bulle ou non. On note à cette occasion à quel point la référence à la valeur fondamentale est une référence floue et sujette aux interprétations les plus diverses.

Dans une première section, nous montrerons que la notion d'efficacité informationnelle s'inscrit dans un cadre théorique qui suppose un futur objectivement donné, condition nécessaire pour que puisse être définie sans ambiguïté une estimation de référence de la valeur fondamentale. Dans une deuxième section, on construit un argumentaire critique qui a pour fondement l'idée que les estimations individuelles de la valeur fondamentale sont d'une nature irréductiblement subjective. Ce sont, au sens fort, des opinions. Dans un tel contexte, il devient impossible de définir ex ante quelque chose comme une estimation de référence. En conséquence, l'efficacité informationnelle perd son sens puisqu'il n'existe plus une « bonne estimation » de la valeur fondamentale à l'aune de laquelle puisse être mesurée la capacité du marché boursier à évaluer justement les actions. Enfin, dans une troisième section, on démontre que la prise en compte de la notion d'opinion ne voue pas la théorie financière à la vacuité. La démarche alternative proposée trouve son fondement dans le recours à la notion de convention financière. On passe d'un monde où est postulée l'existence d'une vraie représentation du futur, donnée objectivement, à un monde dans lequel la représentation du futur n'est pas un fait de nature, mais est le résultat d'un processus collectif de croyance partagée. Elle n'est pas naturelle mais historiquement et socialement construite. L'analyse standard apparaît alors comme un cas particulier de l'analyse conventionnelle, cas particulier dans lequel l'adhésion à la convention s'impose avec une telle force et une telle unanimité que chacun est persuadé de son absolue véracité jusqu'à voir en elle la représentation exacte du futur.

1. La théorie de l'efficacité et l'hypothèse d'objectivité du futur

La valeur fondamentale pose à la théorie économique des questions particulièrement difficiles qui portent sur la nature des connaissances qu'une société humaine est capable de former quant à son propre devenir. Qu'il en soit ainsi apparaît clairement dès lors qu'on se souvient que la valeur fondamentale d'une action a pour origine le flux des dividendes futurs que la détention de cette action procurera à son détenteur. En effet, si on laisse de côté la question de l'actualisation en supposant

qu'elle se fait à un taux constant, noté r , cette valeur fondamentale s'écrit formellement de la manière suivante :

$$[VF] \quad VF_t = \frac{D_{t+1}}{(1+r)} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{t+n}}{(1+r)^n} + \dots$$

où VF_t désigne la valeur fondamentale de l'action à l'instant t et où D_{t+n} désigne le dividende distribué à la période $(t+n)$ par l'entreprise que cette action représente. La nature de l'estimation qui peut être faite de cette grandeur, à l'instant t , dépend fondamentalement de la manière dont on analyse la « réalité », à l'instant présent, du dividende futur en $t+n$. Pour aller au plus simple, disons que la théorie économique dominante retient l'hypothèse selon laquelle le futur est objectivement donné sous une forme probabiliste. Telle est, à notre sens, l'hypothèse fondatrice de la théorie financière moderne.

Cette objectivité probabiliste du futur peut être conçue de deux manières distinctes. La première conception est celle retenue par la finance formalisée moderne. Elle avance l'hypothèse, déjà développée dans le modèle Arrow-Debreu d'équilibre général, selon laquelle le futur peut être représenté sous la forme d'une liste exhaustive d'événements exogènes ou états du monde, censée décrire tout ce qu'il est pertinent de connaître pour un agent économique. À chaque état du monde, est associée une valeur donnée du dividende distribué. Il suffit ici de citer, par exemple, le très rigoureux exposé de la théorie financière moderne, proposé par Robert Kast et André Lapied (1992) : « (On peut décrire) l'incertitude de la manière suivante : toutes les situations économiques pertinentes pour les agents sont répertoriés dans un ensemble E . Chaque élément e de cet ensemble E caractérise une description complète d'un état possible de l'économie... Pour un e quelconque, le dividende de chaque action sera connu. L'incertitude est donc, par cette méthode, reportée des dividendes vers les e appelés états de la nature ou états du monde (ou plus simplement états). Un titre sera finalement décrit par les paiements qu'il génère dans chaque état : $d(e)$ pour $e \in E$. Il (est) sous-entendu que les agents sont d'accord sur la description de l'ensemble E » (Kast et Lapied, 1992, 23). Par la suite, quand le besoin s'en fait sentir, on suppose également que l'espace E est probabilisable : « Dans un modèle général de marchés d'actifs, il est fait l'hypothèse que les variations des paiements pour tous les actifs dépendent d'une famille finie de variables aléatoires supposées observables et dont les lois sont connues ou peuvent être estimées » (ibid., 91). Une seconde conception¹ retient que le dividende futur est déterminé mais que la connaissance qu'on peut en avoir à l'instant présent est « brouillée » de telle sorte qu'on le perçoit sous la forme d'une distribution de probabilité « centrée » sur le vrai dividende. Il s'ensuit deux conceptions divergentes de la probabilité : aux yeux de la première conception, la probabilité renvoie à la variabilité objective du monde futur ; pour la seconde, elle décrit les limites de notre connaissance concernant une réalité, par ailleurs, parfaitement déterminée. Cependant, dans ce second cas, la méconnaissance est pensée comme une donnée objective qui s'impose également à tous de telle sorte que les deux conceptions conduisent in fine au même résultat fondamental : toutes deux justifient la convergence nécessaire des estimations personnelles vers la « bonne » estimation, celle utilisant au mieux les informations disponibles, pour peu que les agents possèdent toutes les informations et les traitent rationnellement. C'est là le point théoriquement essentiel qui signe la spécificité de l'hypothèse d'objectivité probabiliste du futur. L'existence même d'un futur objectivement présent construit une référence qui interdit la dérive subjective des estimations par leur ancrage dans un fondement objectif que l'activité rationnelle ne peut manquer de reconnaître.

En raison de cette hypothèse très forte, il est possible de définir une anticipation optimale, à l'instant t , à savoir celle qui utilise au mieux toute l'information pertinente disponible, anticipation qui est alors indépendante des opinions idiosyncrasiques des acteurs. Cette anticipation qui peut être dite « rationnelle » s'exprime mathématiquement grâce à l'opérateur d'espérance conditionnelle de la façon suivante :

¹ Je n'ai pas trouvé de références explicites développant ce point de vue. Il me semble pourtant que cette conception est présente chez de nombreux économistes qui justifient de cette manière leur usage des probabilités pour ce qui est de la description de l'avenir. Cette seconde conception n'a pas la rigueur de la première, mais renvoie à une forte intuition, celle qu'on trouve généralement chez les théoriciens qui adhèrent à la conception subjectiviste des probabilités, à la manière de Finetti ou de Savage.

$$[AR] \quad E[D_{t+n} | \Omega_t] = E_t D_{t+n}$$

Il apparaît que la seule variable pertinente est Ω_t , l'information pertinente disponible à la date t . Le fait que les opinions subjectives puissent ainsi disparaître est, comme on l'a déjà souligné, la conséquence directe de l'hypothèse selon laquelle le futur s'impose objectivement à chacun de telle sorte que l'individu rationnel, exerçant rationnellement ses facultés de jugement, sera nécessairement conduit à adopter cette même estimation. Le fait que cette objectivité soit de nature probabiliste est ici secondaire. J'ai proposé de qualifier le type de rationalité qui est ici à l'œuvre de « fondamentaliste » (Orléan, 1999, 65-66). Il s'agit d'une rationalité qui, tournée vers la nature, se fixe pour but l'élucidation de vérités objectives. C'est elle qui sous-tend l'expression mathématique de l'équation [AR].

L'hypothèse d'efficience informationnelle (HEI) des marchés financiers s'en déduit. Elle nous dit que le marché financier est un espace où la concurrence entre acteurs rationnels fait en sorte qu'à tout instant, le prix formé reflète au mieux, compte tenu de l'information disponible, la valeur fondamentale. On peut l'écrire simplement de la manière suivante :

$$[HEI] \quad P_t = E[VF_t | \Omega_t] = E_t(VF_t)$$

C'est très précisément ce que nous dit Fama (1965) lorsqu'il définit la notion d'efficience des marchés financiers : « sur un marché efficient, le prix d'un titre constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque ». Ou encore : « sur un marché efficient, la concurrence fera en sorte qu'en moyenne, toutes les conséquences des nouvelles informations quant à la valeur intrinsèque seront instantanément reflétées dans les prix ». Cette conception repose entièrement sur le fait qu'à l'instant t , il est possible de définir sans ambiguïté une estimation juste de la valeur intrinsèque. Sans cela, toutes ces définitions n'auraient aucun sens. Dans ce cadre théorique, la valeur fondamentale préexiste objectivement aux marchés financiers et ceux-ci ont pour rôle central d'en fournir l'estimation la plus fiable et la plus précise, conformément à l'équation (HEI). Aussi, ai-je été amené à écrire que l'hypothèse d'efficience informationnelle conçoit la finance comme étant un « reflet » fidèle de l'économie réelle (Orléan, 2002b). Dans une telle perspective, l'évaluation financière ne possède aucune autonomie et c'est précisément parce qu'il en est ainsi, qu'elle peut être mise tout entière au service de l'économie productive à laquelle elles livrent les signaux qui feront que le capital s'investira là où il est le plus utile. Dans l'obtention de ce résultat, la concurrence n'est qu'un aiguillon, la force cognitive réelle à l'œuvre, celle qui permet l'obtention du résultat considéré, est la rationalité fondamentaliste, i.e. la capacité des investisseurs à « percer le mystère qui entoure le futur » (Keynes, 1971 [1936], 167).

Cette conception d'un futur objectif fait l'objet d'un très large consensus au sein de la communauté des économistes². Je n'en prendrai pour preuve que la controverse qui oppose aujourd'hui, en théorie financière, efficience et finance comportementaliste (Orléan, 2004b). Alors que ces deux camps s'opposent vigoureusement en un débat fort riche, tous deux se rejoignent pour adhérer conjointement à cette même conception d'une objectivité ex ante de la valeur fondamentale. La divergence entre eux porte « uniquement » sur la capacité supposée des marchés financiers organisés à en fournir une estimation non biaisée. La « réalité » ex ante de la valeur fondamentale n'est pas considérée comme étant une question devant être discutée. Avant même de passer à l'exposé des raisons qui nous conduisent à rejeter cette hypothèse, il est intéressant de considérer ce qui explique l'attachement si profond des économistes à l'hypothèse d'objectivité. Je distinguerai trois motivations, d'importance variable pour notre propos.

² Il est clair que, pour beaucoup d'entre eux, y compris parmi les théoriciens de la finance, le recours à cette hypothèse se fait de manière quasi automatique, sans juste conscience de l'ensemble des présupposés qui y sont inscrits. Mais, c'est très précisément cette automaticité qui est ici intéressante. Elle est le signe d'un « habitus » profondément ancré, produit d'un long apprentissage des techniques de modélisation, par lequel se forge l'identité profonde de l'économie moderne.

La première, d'ordre très général, est celle déjà invoquée dans l'introduction. Nous l'avons analysée dans de nombreux travaux (Orléan, 2002, 2003, 2004a). Aussi, nous ne ferons-nous ici que la mentionner. Il s'agit de souligner le rôle essentiel que joue l'opération d'objectivation dans l'idée même que se font les économistes contemporains d'une modélisation réussie. Un modèle bien formé est un modèle qui reconstruit la relation de l'individu à son environnement social et institutionnel sous la forme d'une relation à des objets ou à des mécanismes³. L'archétype nous en est donné par l'analyse néo-walrassienne de l'échange marchand. Cette analyse traite de manière parfaitement symétrique les différents paramètres spécifiant les marchandises, qu'ils s'agissent de leur qualité, de leur localisation ou du moment auquel elles seront échangées. Debreu n'hésite pas à écrire :

« ... Une marchandise est un bien ou un service complètement spécifié physiquement, temporellement et spatialement... En concentrant son attention sur les changements de date on obtient comme cas particulier de la théorie générale des marchandises une théorie de l'épargne, de l'investissement, du capital et de l'intérêt. De même en concentrant notre attention sur les changements de lieu on obtient comme autre cas particulier de la même théorie générale une théorie de la localisation, du transport, du commerce international et du change » (Debreu, 1965, 35-36).

Une telle approche pense le rapport au temps strictement sur le modèle du rapport à l'espace ou à la qualité, en lui refusant toute spécificité. Dans un tel cadre, parce que l'individu affronte un monde social réduit à des objets déterminés ex ante, les croyances subjectives ne jouent aucun rôle : « la cognition individuelle est strictement réduite au seul calcul rationnel » (Orléan, 2003, 718).

La deuxième motivation a trait à la croyance largement répandue, sous des formes diverses, selon laquelle « hors de cette hypothèse, point de salut ». On la trouve formulée à l'occasion des débats portant sur la définition de l'incertitude, débats qui opposent la vision probabiliste dominante, encore appelée risque, à l'approche keynésienne ou knightienne qui considère la possibilité d'une incertitude radicale, non probabilisable. L'idée est que, dans les situations d'incertitude radicale, l'économiste n'est plus à même de dire quoi que ce soit de positif. On la trouve clairement énoncée par Lucas dans la citation suivante :

« ... sans quelque manière d'inférer ce qu'est la vision subjective du futur de l'agent, (l'hypothèse bayésienne) n'est plus d'aucun secours pour comprendre (les agents économiques)... John Muth a proposé de résoudre ce problème en identifiant les probabilités subjectives des agents aux fréquences observées des événements, ou aux probabilités "vraies", nommant anticipation rationnelle l'identité postulée des probabilités subjectives aux "vraies" probabilités ... (Cette hypothèse) n'est pas applicable aux situations où on ne peut déterminer quelles fréquences observables, si même elles existent, sont pertinentes : situations que Knight a nommé « incertitude ». Cette hypothèse sera le plus probablement utile dans des situations où les probabilités considérées concernent un événement récurrent, situation nommée « risque » dans la terminologie de Knight... Dans les situations d'incertitude, le raisonnement économique ne sera d'aucune valeur » (Lucas, 1984, 223-4).

Dans cette citation, Lucas circonscrit explicitement l'espace de validité du raisonnement économique aux seules situations de risque, au sens knightien du terme, à savoir des situations dans lesquelles prévaut une certaine stationnarité du monde. Il est alors possible de trouver dans les fréquences observées un fondement aux estimations individuelles. Tel est le sens de l'hypothèse d'anticipation rationnelle : identifier les probabilités subjectives aux probabilités vraies. Dans le cas contraire, ce qu'il nomme « incertitude » au sens de Knight, la théorie économique n'aurait, selon lui, plus aucune valeur faute de pouvoir avancer quoi que ce soit de déterminé quant aux anticipations individuelles. Même l'hypothèse bayésienne est ici insuffisante puisqu'elle ne nous dit rien des probabilités a priori. Cette analyse conduit donc les économistes à encore restreindre leur conception de l'avenir à un futur stationnaire. Il ne faut pas s'en étonner. En effet, il est clair que l'hypothèse

³ Cela est vrai sans ambiguïté des analyses de la concurrence parfaite, mais demanderait des justifications complémentaires pour ce qui est des situations de jeu.

d'objectivité probabiliste du futur n'est utile pratiquement que s'il est supposé, par ailleurs, un certain degré de stationnarité du monde, sans lequel on ne voit pas comment ce futur objectif pourrait faire l'objet d'une connaissance positive. Pour cette raison, les deux hypothèses iront le plus souvent de pair même si elles sont distinctes.

La troisième motivation est plus complexe. Pour notre présent propos, c'est la plus intéressante bien qu'on ne la trouve pas de manière explicite sous la plume de tel ou tel. Comme il s'agit de positions largement informées, l'exercice d'interprétation que je tente est assurément périlleux. Il se peut que je fasse complètement fausse route et que ces idées ne soient présentes que dans mon esprit. J'essaie d'expliquer ce qui me semble être la conception de certains collègues financiers qui adhèrent à la théorie de l'efficacité alors même que l'hypothèse d'une valeur fondamentale objective les laisse dubitatifs. Ils y voient une question sans conséquence pratique, de nature métaphysique. Leur thèse implicite est que le raisonnement peut être conduit en termes d'estimations subjectives sans que cela n'affecte en rien la construction d'ensemble. Clairement, la notion d'estimation subjective est une catégorie moins difficile à manier que celle d'estimation objective : on ne peut douter qu'il soit dans la capacité des acteurs individuels de former en t des estimations subjectives portant sur une grandeur qui ne sera déterminée et connue parfaitement qu'en t+n. Citons à nouveau Lucas sur ce point :

« À un niveau purement formel, nous savons qu'un agent rationnel se doit de former une distribution subjective de probabilités jointes sur l'ensemble des variables aléatoires inconnues... Le lien entre cette vision subjective du futur et la "réalité" est une question philosophique des plus complexes, mais la manière dont elle est résolue n'a que peu d'effets sur la structure du problème de décision telle qu'elle est perçue par l'agent individuel. En particulier, les distinctions entre les différents types d'aléas (telle que la distinction de Knight entre "risque" et "incertitude") sont, à ce niveau, sans signification » (Lucas, 1986, 223).

Comme on le lit, Lucas soutient ici que la nature exacte de l'incertitude qu'affronte l'acteur est sans importance du point de vue de l'estimation subjective. Lucas a peut-être raison pour ce qui est de l'estimation individuelle. Cependant, on ne peut pas en conclure que cette question soit également sans importance pour le théoricien ! La théorie de l'efficacité suppose absolument qu'il soit possible de définir une estimation « juste » ou « exacte », faute de quoi la plupart de ses énoncés seraient vides de sens (Aglietta, 1995). C'est à l'aune de cette référence qu'on peut mesurer la justesse de l'évaluation du marché. Dans cette perspective, l'hypothèse d'objectivité du futur joue un rôle essentiel : elle justifie la possibilité d'une convergence des estimations subjectives, sous l'action de la seule rationalité fondamentaliste, vers une même estimation, à savoir l'estimation optimale ou rationnelle donnée par l'équation (AR). En l'absence de cette hypothèse, l'estimation subjective doit être pensée comme étant une pure opinion, irréductiblement livrée à l'infinie variabilité des lectures idiosyncrasiques du monde. Il n'est plus possible de postuler qu'existe une bonne estimation, celle qui est conforme à la structure objective de l'économie. Pour cette raison, le seul recours aux estimations subjectives n'est pas suffisant. Dans un tel contexte, que voudrait dire « efficace » ? Aussi, la théorie de l'efficacité nécessite-t-elle plus : la possibilité de définir ce qu'est la « bonne estimation », comme le souligne la citation précédente de Fama. On ne peut échapper à l'hypothèse d'objectivité probabiliste du futur, malgré son aspect métaphysique.

On peut donc résumer les motivations conduisant les économistes de l'efficacité à l'hypothèse d'un futur objectif et stationnaire de la manière suivante. C'est là une perspective correspondant aux habitudes les plus ancrées de la modélisation économique, perspective qui s'impose avec d'autant plus de force que son rejet est perçu par le plus grand nombre d'entre eux comme conduisant irrémédiablement la théorie économique dans une impasse. Par ailleurs, il peut sembler à certains que l'hypothèse en question puisse être réduite à la seule postulation d'estimations subjectives menées conformément à la rationalité. Dans un tel contexte, notre démarche consiste à démontrer que l'hypothèse selon laquelle le futur pourrait faire l'objet d'une connaissance objective ne tient pas, mais que, contrairement aux craintes des économistes, il est possible de construire une analyse aussi riche que celle de l'efficacité, et qui la contient comme cas particulier, tout en rejetant cette hypothèse. Par ailleurs, il nous semble que cette approche donne de la finance de marché, une image bien plus conforme à sa réalité. Dans cette construction alternative, qu'on peut qualifier de « conventionnaliste »

ou d'autoréférentielle », les représentations collectives jouent un rôle central. Présenter cette démarche alternative est l'objet des deux prochaines sections.

2. L'irréductible subjectivité des estimations fondamentalistes

Il me semble que la manière dont la théorie financière dominante conçoit aussi bien le futur que la nature des connaissances que les acteurs peuvent former à son endroit n'est pas satisfaisante. Plusieurs arguments peuvent être avancés pour justifier cette insatisfaction. Un premier argument consiste à s'attaquer directement à l'idée d'un futur objectivement donné en faisant remarquer que cette idée est incompatible avec le libre-arbitre des acteurs tel que, par ailleurs, cette même théorie économique le modélise. En effet, si l'on croit au libre-arbitre individuel, alors le futur doit être conçu comme indéterminé et contingent : il est le produit des décisions individuelles, y compris celles prises dans le domaine financier. Plus précisément, comment concilier l'hypothèse selon laquelle la valeur fondamentale serait déterminée ex ante, antérieurement aux échanges boursiers eux-mêmes, et l'efficacité supposée des marchés boursiers en matière d'allocation des ressources de l'économie ? En effet, si cette efficacité a un sens, elle signifie nécessairement que les marchés boursiers ont un impact sur la détermination des profits et des dividendes, au moins pour certaines entreprises. Mais, s'il en est ainsi, la valeur fondamentale des entreprises concernées n'est plus déterminée ex ante puisqu'elle dépend des effets produits par le marché boursier lui-même ! A l'évidence, il y a une contradiction logique fondamentale à supposer simultanément que les marchés sont un reflet d'une réalité qui leur préexiste et que leur présence améliore, donc transforme, le fonctionnement de l'économie. Il faut penser le temps économique comme un temps historique, déterminé par l'action collective de tous les individus. En conséquence, l'idée de la finance pensée comme reflet doit être abandonnée. C'est seulement, dans le cadre tout à fait spécifique, et parfaitement irréaliste, de l'équilibre walrassien à la Arrow-Debreu, que cette contradiction tombe parce que toutes les valeurs, présentes et futures, se trouvent déterminées simultanément. Cependant toutes les difficultés ne sont pas pour autant éliminées. Dans un tel cadre, quel sens donné aux échanges de titres dès lors que, dans chaque état du monde, le profit est parfaitement déterminé ? Comme l'écrit Geanakoplos : « Dans l'équilibre Arrow-Debreu, il n'y a aucun échange relatif aux parts de propriété des firmes... S'il existait un marché des droits de propriété sur les entreprises, il n'y aurait de toutes manières aucun échange car la propriété de l'entreprise et le revenu nécessaire à son acquisition seraient des substituts parfaits » (Geanakoplos, 1987, 121). L'hypothèse d'un futur transparent rend les marchés boursiers inutiles.

Une deuxième argumentation de nature keynésienne ou knightienne peut être opposée à la conception dominante. Elle repose sur le constat d'un futur radicalement incertain, échappant au calcul des probabilités. La question n'est plus tant celle de l'objectivité du futur que celle des capacités à le connaître objectivement. C'est là une argumentation très délicate car il n'est pas aisé de déterminer précisément ce que veut dire échapper au modèle probabiliste. D'ailleurs, Knight note que la réponse ne saurait être tranchée et qu'elle est toujours affaire de degré⁴. Dans Orléan (1989), j'ai essayé de donner une forme rigoureuse à cette discussion en soulignant que la question posée doit être comprise comme celle des estimations objectives permises par un certain état des connaissances scientifiques. Je me suis alors appuyé sur un argument avancé par Popper dans sa critique du déterminisme. Selon lui, il est quelque chose qui échappe fondamentalement au savoir scientifique à un instant donné, ce sont les connaissances futures : « Il y a certaines choses nous concernant que nous ne pouvons prédire par des méthodes scientifiques. Plus précisément, nous ne pouvons prédire, de manière scientifique, les résultats que nous obtiendrons au cours de la croissance de notre propre connaissance » (Popper, 1982, 53). En cette manière, il n'existe pas de base objective, autrement dit scientifique, pour établir quelques probabilités que ce soit. Pour qualifier cette situation, j'ai proposé le terme d' « incertitude épistémique ». Au sein de cette classe d'événements futurs qui ne peuvent être prédits, il en est un

⁴ « There are all gradations from a perfectly homogeneous group of life or fire hazards at one extreme to an absolutely unique exercise of judgment at the other. All gradations, we should say, except the ideal extremes themselves; for as we can never in practice secure completely homogeneous classes in the one case, so in the other it probably never happens that there is *no* basis of comparison for determining the probability of error in a judgment » (Knight, 1921, 226-7).

sous-ensemble qui a retenu plus particulièrement mon attention, à savoir les événements conduisant à une falsification de la théorie existante, par exemple l'expérience de Michelson et Morley pour la théorie newtonienne. Ces événements ont ceci de particulier que la théorie scientifique en estime aisément la probabilité de survenance, à savoir zéro, alors que, simultanément, nous savons, de par les résultats de l'épistémologie rationaliste poppérienne, que de tels événements ne peuvent manquer de survenir. Pour ces événements, il apparaît clairement que l'estimation de leur probabilité d'occurrence est d'une nature irréductiblement subjective puisqu'elle se produit hors de la connaissance scientifique admise. Leur seule estimation compatible avec le corps de connaissances existant est zéro. L'estimation qui en est faite par les individus ne fait que mesurer le degré de confiance ou de défiance que nous éprouvons subjectivement par rapport à la théorie existante (Orléan, 1989). L'ensemble de cette argumentation conduit donc à établir que le futur des sociétés échappe à notre connaissance objective. Du nouveau se produira que nos connaissances ne peuvent anticiper, voire même que nos connaissances disent impossible.

L'ensemble de ces argumentations convergent vers notre troisième argument, qu'on peut énoncer de la manière suivante : les estimations portant sur le futur ont une composante irréductiblement subjective ; ce sont des opinions. Pour la suite de notre exposé, c'est ce seul argument qui sera mobilisé. Non seulement il évite la complexité métaphysique ou philosophique des arguments précédents, mais encore son application à la finance est directe. La nature irréductiblement subjective des estimations personnelles se donne à voir dans le fait qu'aucune procédure ne peut être proposée qui permettrait avec certitude la convergence des estimations individuelles de la valeur fondamentale. C'est là une réalité qui peut être empiriquement constatée : deux individus rationnels, parfaitement informés et pouvant mobiliser les avis d'autant d'experts qu'ils le souhaitent, peuvent conserver des avis divergents, sans violer leur rationalité, ni se voir opposer des faits observés. Il en est ainsi essentiellement parce que les agents peuvent, pour justifier leur point de vue, recourir à l'hypothèse de non-stationnarité de l'économie, ce qui fait le pont avec l'idée précédente d'incertitude keynésienne. En effet, dès lors qu'on accepte que du radicalement nouveau puisse apparaître, chacun devient « libre » d'avoir du futur une version personnelle. Cela s'est vu clairement lors de la « bulle Internet » où des estimations proprement délirantes ont pu être justifiées sur la base de scénarios fondamentalistes extravagants. À ceux qui faisaient valoir que les hypothèses contenues dans ces scénarios impliquaient des taux de croissance ou des niveaux de productivité jamais observés par le passé⁵, il était répliqué qu'ils manquaient singulièrement d'imagination et que ce n'était pas parce qu'une chose n'avait jamais été observée que cette chose ne pouvait pas advenir. Argument irréfutable et ô combien avéré ! Mais dès lors qu'on s'autorise à repousser les enseignements du passé au motif, par ailleurs parfaitement exact, que le monde n'est en rien stationnaire et que du nouveau y apparaît de manière récurrente, il est possible de neutraliser toutes les objections. Il s'ensuit une irréductible subjectivité de l'évaluation fondamentaliste qui nous semble décrire très exactement la situation des économies réelles. Ce résultat nous conduit à dire que l'estimation fondamentaliste doit être pensée comme étant une pure opinion. La diversité radicale des opinions est ce qui caractérise la réalité du monde financier. On peut rapprocher ce résultat des intéressantes réflexions développées par Mordecai Kurz à propos de ce qu'il appelle les « croyances rationnelles » (Kurz, 1994). En effet, cet auteur démontre que, dans le cadre d'une économie non stationnaire, des agents parfaitement rationnels, possédant la même information, en l'occurrence une information exhaustive contenant l'observation de toutes les variables économiques depuis le début d'existence de l'économie, peuvent néanmoins former des croyances divergentes. Pour nous comme pour cet auteur, c'est la question de la non-stationnarité qui est essentielle, de par la multiplicité des interprétations compatibles avec les données observées qu'elle autorise. Kurz (1994) note même à ce propos qu'il n'est pas nécessaire que l'économie soit véritablement stationnaire et qu'il suffit que les agents le croient parce qu'il « n'existe aucun moyen statistique grâce auquel les agents pourraient certifier qu'un système stationnaire est, en fait, stationnaire ».

La conséquence directe de ces analyses est qu'il n'existe aucun moyen pour définir ex ante une « bonne » estimation de la valeur fondamentale. Il n'existe qu'un ensemble d'opinions divergentes

⁵ On peut seulement écarter les scénarios qui ne respectent pas les contraintes économiques de base, comme par exemple ceux où l'on suppose un taux de croissance des profits structurellement supérieur à celui de la croissance. Une fois cela pris en compte, il n'en reste pas moins une très large diversité d'estimations.

sans qu'une d'entre elles puisse se prévaloir d'une légitimité scientifique supérieure. A ce propos, il n'est peut-être pas totalement hors de propos de noter que les agences de notation, dont l'évaluation, en matière financière, peut être considérée comme la plus objective qui soit, insistent fortement sur le fait qu'elles délivrent des « opinions » protégées par le premier amendement de la constitution américaine. Elles vont jusqu'à comparer la note qu'elles donnent à l'éditorial d'un journal, « the world's shortest editorials⁶ » et il ne s'agit pas là d'une simple argutie juridique pour se protéger des clients mécontents.

Dans ces conditions, la notion d'efficience se voit réfutée directement. Comme nous l'avons souligné dans la section précédente, c'est pour de nombreux théoriciens un scandale conduisant à une crise théorique. Selon eux, dans un tel contexte, rien de positif ne pourrait plus être dit. Nous voudrions montrer qu'il n'en est rien. Ce sera l'objet de la troisième section. On y proposera une analyse de la finance qui ne fasse plus référence à l'hypothèse d'une valeur fondamentale définissable ex ante. On montrera qu'une telle approche peut être conduite sans difficulté spécifique, sans crainte de sous-détermination. Qui plus est, nous pensons que la théorie proposée est mieux adaptée à la réalité des logiques financières et qu'en conséquence, elle en fournit une image plus pertinente.

3. L'approche conventionnaliste en finance

Commençons par souligner que l'on peut parfaitement adhérer à l'hypothèse conventionnaliste en finance tout en restant dans le cadre de la théorie walrassienne de l'équilibre des marchés. En effet, rien dans cette hypothèse ne vient s'opposer à l'idée que le prix des actifs financiers résulterait des interactions concurrentielles entre investisseurs rationnels. On peut même aller plus loin et avancer que l'approche conventionnaliste se pense, à maints égards, comme plus fidèle à cette théorie que ne l'est l'approche fondamentaliste pour la raison que cette dernière postule a priori que les croyances individuelles se polarisent sur l'estimation de la valeur fondamentale alors que rien dans la détermination des règles du jeu financier n'impose une telle restriction. A contrario, il nous semble que la bonne démarche théorique, pleinement conforme aux préceptes de l'individualisme méthodologique, consiste à partir d'acteurs cherchant à maximiser leur richesse financière et à penser leurs anticipations comme étant formées de manière à atteindre ce but. D'ailleurs, les analyses développées dans ce qu'il est convenu d'appeler la « Noise Trader Approach » montrent avec beaucoup de clarté que la recherche du profit boursier maximal ne conduit pas nécessairement les investisseurs à se conduire en fondamentalistes. Leur rationalité peut être dite « stratégique » au sens où elle tient compte de l'action des autres et peut conduire à des comportements notablement divergents de ceux qu'impliquerait la seule rationalité fondamentaliste (Orléan, 2004b). Pour introduire aux analyses conventionnalistes, nous commencerons par en présenter quelques illustrations empiriques.

Au niveau le plus fondamental, la convention financière se définit simplement comme une manière partagée d'interpréter l'évolution économique future. C'est ainsi qu'on peut parler d'une « convention Miracle Asiatique » (Orléan, 1999, 161) ou d'une « convention Nouvelle Économie ». Selon cette dernière, le devenir des économies capitalistes développées se jouerait, pour l'essentiel, dans la diffusion des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). Elles en constitueraient la clef. Cette convention a prévalu sur les marchés financiers internationaux à la fin des années quatre vingt dix. Aux yeux de cette convention, l'apparition des NTIC aurait fait entrer le capitalisme dans une nouvelle ère de productivité marquée par la fin des cycles traditionnels. Il en découlait un optimisme excessif pour ce qui était de la rentabilité prévisible des entreprises liées au commerce électronique. Ce fait est dans toutes les mémoires et ne nécessite pas de longs développements. Il faut cependant préciser que la détermination d'une convention ne se limite pas à la seule définition d'un « scénario de référence », aussi important soit-il dans la formation des anticipations. Il faut aller plus loin et considérer également la batterie de critères spécifiques qu'elle construit pour servir de base à l'évaluation concrète des entreprises. Tel est l'objet central qu'il convient d'étudier pour qui se réfère à l'approche conventionnaliste. Dans le cadre de la « convention Nouvelle Économie », devant la difficulté de rendre compte des cours boursiers sur la base des seuls

⁶ Se reporter à la commission du sénat américain consacrée à l'affaire Enron. Plus spécifiquement à la déclaration de son président Lieberman, www.senate.gov/~gov_affairs/032002lieberman.htm

bénéfices, la plupart des entreprises « dot.com » étant déficitaires, sont apparues des estimations qui privilégiaient la valeur par utilisateur. C'est le nombre potentiel d'abonnés, de visiteurs ou de clients qui fut alors considéré comme la variable stratégique, créatrice de valeur (ibid., 148). Par ailleurs, l'entreprise qui, la première, développait le commerce électronique de tel ou tel produit, était supposée bénéficier par ce fait même d'un avantage dirimant qui faisait d'elle le leader naturel du secteur et se traduisait par une prime importante en termes de valorisation.

En quoi est-il légitime de parler de « convention » à propos de ces critères d'évaluation ? Ne s'agit-il pas simplement d'une analyse fondamentaliste qui « cherche à percer le mystère qui entoure le futur » ? Incontestablement, ces deux réalités partagent de nombreux points communs dans la mesure où la convention a le plus souvent pour contenu une analyse de type fondamentaliste. Néanmoins, lorsqu'on en vient à l'étude minutieuse des conditions d'évaluation, leur caractère conventionnel ne peut manquer d'apparaître. Il n'est pas possible de les justifier entièrement par une analyse de type fondamentaliste. Considérons à titre d'exemple le marché du jouet au détail dominé au début des années 90 par la très ancienne et vénérable entreprise Toys « R » Us. Cette domination est brutalement contestée par la toute jeune entreprise eToys, créée en 1997, qui mise à tout va sur le développement du commerce en ligne. Si l'on compare objectivement ces deux entreprises, on observe, d'un côté, une entreprise forte d'un savoir-faire et d'une expérience indéniables, réalisant en 1998 un chiffre d'affaires de plus de 11 milliards de dollars dans 1156 magasins pour un profit de 376 millions de dollars et, de l'autre côté, une entreprise sans expérience dont le chiffre d'affaires, cette même année, se monte à 30 millions de dollars pour une perte de 28 millions. Autrement dit, eToys représente l'équivalent de trois magasins de Toys « R » Us et fait des pertes quand son concurrent fait des profits. En dépit de ces données, à la fin de l'année 1999, eToys était évalué en bourse 1/3 de plus que le géant américain du jouet ! Pour que le marché estime de manière aussi extravagante la valeur de ces deux firmes, il faut non seulement qu'il considère que l'avenir de l'économie est tout entier contenu dans le commerce électronique et que le premier arrivé sur ce créneau possède un avantage structurel, mais également que les anciennes firmes sont incapables de s'adapter à cette nouvelle donne. Les années suivantes prouvèrent que ces jugements étaient également erronés. eToys se déclara en faillite en mars 2001, la valeur de son action ne valant plus que quelques cents, alors même que Toys « R » Us s'allia à Amazon pour développer avec succès son commerce en ligne.

Cette histoire n'est en rien isolée. Elle illustre bien ce qu'étaient les critères d'évaluation de la « convention Nouvelle Économie » et le fait qu'ils reposaient sur une conception très largement arbitraire de l'évolution économique. Comme on l'a souligné, cette évaluation n'est en contradiction ni avec les faits observés, ni avec la rationalité, mais elle a le caractère d'une hypothèse parmi d'autres. Elle a le statut d'une opinion, d'une croyance en la toute-puissance annoncée du commerce électronique. En ce sens, elle doit être dite conventionnelle. Cette même dimension arbitraire et conventionnelle apparaît à propos de l'évaluation des obligations d'État (Brière, 2002) ou, de manière encore plus révélatrice peut-être, celle des biotechnologies (Orsi, 2001). En conséquence, la compréhension des raisons qui font qu'une convention plutôt qu'une autre s'impose nécessite des outils qui aillent au-delà de l'économie stricto sensu, i.e. au-delà de la seule prise en compte des contraintes de rareté telles qu'elles se déduisent de la donnée des fondamentaux. Il s'agit de tenir compte des mentalités au sens large tout comme des représentations véhiculées par les divers agents opérant sur le marché. Ainsi, l'analyse de Brière sur le marché des obligations publiques insiste-t-elle sur le rôle des croyances propagées par la banque centrale et par les analystes financiers. De même, Shiller (2001), pour expliquer ce qu'il appelle la « bulle Internet », propose une liste de douze facteurs d'origines diverses, culturelle, sociale, économique ou politique.

La présentation précédente permet de faire justice de l'accusation maintes fois répétée selon laquelle l'approche conventionnaliste permettrait de justifier n'importe quelle évaluation en délaissant totalement le rôle des fondamentaux. Ainsi, après une présentation pourtant tout à fait informée de notre approche, Boucher et Plihon écrivent-ils : « L'inconvénient des analyses en termes d'autoréférentialité ... est qu'elles ignorent totalement le rôle des fondamentaux » (Boucher et Plihon, 2004, 131). C'est ne pas comprendre ce que propose l'approche conventionnaliste. Ce contre quoi cette dernière s'insurge est l'hypothèse d'une valeur fondamentale objective ex ante, pouvant être connue de tous et réglant de manière exogène l'évolution des anticipations et des prix. A contrario, il s'agit de souligner que la « valeur fondamentale » a toujours la dimension d'une croyance partagée, et rien d'autre, car, de par leur nature même, les évaluations fondamentalistes sont des opinions qu'on ne

peut pas départager sur la base de critères objectifs ou scientifiques. Aussi, à chaque période, la manière de concevoir les fondamentaux varie-t-elle en fonction de la convention financière dominante. Brière (2002), à propos des marchés de taux, a montré que les variables prises en compte par les investisseurs se modifiaient avec le temps : « Ce travail nous a permis de reconstituer l'historique des chiffres importants pour les marchés : masse monétaire à la fin des années 70, indicateurs du déficit extérieur (balance commerciale ou déficit courant) dans les années 80, emploi et inflation à partir du milieu des années 80, et plus récemment deux indicateurs d'activité (NAPM, ventes de détail) ». Autrement dit, l'approche conventionnaliste ne nie aucunement l'impact des fondamentaux dans l'évaluation boursière. Mais, elle pense cet impact, non pas à partir du postulat d'une grandeur objective, directement connaissable par les agents, mais sur la base d'évaluations conventionnelles propagées par le marché selon des logiques spécifiques. Notons cependant que les conventions ne sont pas toutes nécessairement d'une nature fondamentaliste. Le marché peut parfaitement se polariser sur une croyance sans rapport avec les fondamentaux, ou dans un rapport assez lâche avec ceux-ci, comme ce fut le cas avec la Tulipomania, au moins aux yeux de certains analystes (Galbraith, 1992).

Il est vrai que, dans le cadre théorique proposé, toutes les évaluations sont a priori possibles⁷ ex ante si l'on s'en tient à la seule prise en compte des fondamentaux. L'évaluation n'est déterminée que si les représentations des acteurs ont été intégrées à l'analyse. Assurément, cela impose un notable élargissement de l'économie théorique, pour lequel je milite depuis longtemps, que je nomme « tournant cognitif » (Orléan, 2002), voire approche « unidisciplinaire » (Orléan, 2005) lorsqu'il s'agit d'insister sur la collaboration entre sciences sociales qu'il suppose. Mais il me semble que cette idée est conforme à ce qui se passe réellement sur les marchés boursiers. Ces marchés sont essentiellement des structures cognitives produisant et sélectionnant des conjectures sur l'avenir de l'économie et des entreprises. Par ailleurs, il ne faudrait pas croire que l'approche orthodoxe fasse mieux lorsqu'elle en appelle à la valeur fondamentale puisqu'elle ne nous livre aucun moyen pour la déterminer concrètement. Aussi, lorsqu'elle avance que le prix est déterminé puisqu'il est égal à la bonne estimation de cette valeur, est-ce là un énoncé sans conséquence pratique, faute d'une méthode qui permettrait de la calculer.

Dans le même ordre d'idées, un autre point d'importance doit également être souligné. Rappelons que notre thèse a consisté à énoncer qu'il n'est pas possible ex ante de déterminer la valeur fondamentale des entreprises parce que celle-ci dépend du futur sur lequel nous ne possédons pas de certitudes scientifiques. Comme l'écrit fort bien Keynes : « En cette matière, il n'existe aucune base scientifique permettant de calculer une quelconque probabilité. Simplement, nous ne savons pas » (Keynes, 1937, 214). Pour autant, il ne faut pas négliger qu'ex post, les investisseurs peuvent parfaitement juger si les prévisions conventionnelles se sont révélées exactes ou non. C'est là un fait important qui limite grandement l'arbitraire des conventions. L'interprétation du futur que met en avant la convention doit trouver dans les évolutions économiques constatées, sinon une pleine vérification, au moins une absence de contradiction. Pour qu'une convention perdure, il importe donc que les faits observés soient conformes aux faits prévus. Autrement dit, si le choix de la convention comporte une part certaine d'arbitraire, sa reconduction suppose une certaine conformité aux réalités économiques. On l'a bien vu pour la bulle Internet qui s'est effondrée lorsque l'efficacité, tant financière que technique, des firmes de la nouvelle économie s'est montrée bien moins bonne que prévue. Si ex ante, nous « ne savons pas », ex post nous pouvons juger de la pertinence des évaluations conventionnelles. Par exemple, on peut dire aujourd'hui avec certitude que la « convention Nouvelle Économie » était erronée au sens où elle a conduit à une suraccumulation de capital dans certaines branches. Il est, cependant, vrai que la falsification n'est en rien automatique : une accumulation constante d'anomalies est nécessaire pour qu'une convention soit abandonnée. On l'a bien vu pour la « convention Miracle Asiatique » (Orléan, 1999, 179 et suivantes). Il a fallu, durant tout le premier semestre 1997, une série persistante de mauvaises nouvelles (déficit commercial, faillites retentissantes, montée des créances douteuses) pour que les investisseurs finissent pas ne plus croire à la « convention Miracle Asiatique ».

Ces réflexions nous ont conduit à proposer un rapprochement entre la notion de convention financière et celle de paradigme développée par Thomas Kuhn (Orléan, 1989 et 1999). Cet épistémologue a proposé ce concept pour analyser la manière dont les communautés scientifiques

⁷ Ou presque comme l'indique la note 5 (supra).

s'organisent, choisissent les voies prometteuses de recherche et rejettent les autres. Le lien avec notre propre sujet de réflexion se trouve dans le fait que ces communautés, comme les marchés bousiers, affrontent une incertitude de type « épistémique » puisqu'il n'existe pas de bases scientifiques pour déterminer quels domaines de recherche ou quelles hypothèses théoriques doivent être privilégiés. Dans un tel contexte, si l'on schématise outrageusement la position de Kuhn, la communauté retient une « vision du monde », partiellement arbitraire, autour de laquelle elle organise la recherche scientifique et s'y tient tant que cette vision n'est pas totalement discréditée par une accumulation persistante d'anomalies. En effet, contrairement à l'idée poppérienne de falsification, en cas de désaccord entre la théorie adoptée et les faits d'observation, le paradigme n'est pas immédiatement abandonné. C'est même grâce à cela que le dynamisme de l'entreprise scientifique peut pleinement se faire connaître. « Sans cela la recherche serait constamment entravée par l'existence de résultats problématiques, non conformes aux prévisions du paradigme. Face à un tel événement, l'organisation paradigmatique fait le pari que ce ne sont que des anomalies locales qui trouveront plus tard leur solution sans que pour cela il soit nécessaire de remettre en cause l'intégralité du dispositif. C'est là une méthode qui a montré son efficacité » (ibid., 178). À mon sens, la communauté financière procède à l'identique. Elle n'abandonne pas une convention dès la première incohérence. Il faut une suite d'anomalies cumulatives pour que les investisseurs réagissent, ce qui lui évite de rejeter une convention qui, par ailleurs, donne de bons résultats, sur la seule foi de faits ambigus.

Cette comparaison met à nouveau en avant le caractère pleinement rationnel de l'organisation conventionnelle puisqu'elle trouve son modèle dans la sphère d'activités humaines la plus hautement rationnelle qui soit, à savoir la recherche scientifique elle-même (Orléan, 1989). Il s'ensuit une analyse qui voit dans les marchés financiers des structures cognitives, des « dispositifs cognitifs collectifs » (Favereau, 1989), produisant des conjectures pour en sélectionner certaines. Cette sélection possède une part irréductible d'arbitraire qui a pour racine l'incertitude épistémique. Il n'est pas possible d'être sûr a priori d'avoir fait le bon choix. En conséquence, le choix d'une convention plutôt qu'une autre prend nécessairement la forme d'un pari. En un domaine dominé par l'incertitude épistémique, c'est là le mieux qui puisse être espéré. Sur la base de l'adhésion collective à ce pari, sont produites des évaluations et des investissements qui, en retour, modèlent la réalité économique. Tant que ce qui est produit est conforme aux prévisions et satisfaisant pour les investisseurs, la convention perdure. Dès lors que les faits observés entrent par trop en contradiction avec la représentation conventionnelle du monde qui prévaut et qu'en conséquence, les anomalies s'accumulent, le marché en vient à abandonner la convention considérée pour en rechercher une autre. Cette dynamique historique qui pense une sélection partiellement arbitraire, confirmée provisoirement dans les faits qu'elle aide à produire, pour finir par être rejetée quand elle a fini son temps, est similaire à celle présentée par Schumpeter à propos du cycle des innovations technologiques. Dans un cas comme dans l'autre, l'idée qu'existeraient des critères permettant ex ante de définir avec certitude quelle est la bonne option doit être rejetée. Autrement dit, cette analyse nous donne à voir une temporalité pleinement historique, faite d'essais, d'erreurs et d'apprentissage, dans laquelle il n'y a pas d'optimalité et surtout pas d'optimalité ex ante. Le futur y est indéterminé. Il résulte des choix individuels, eux-mêmes dépendant de la manière dont les agents pensent leur avenir. Comme l'avait déjà vu Schumpeter, l'erreur centrale de la démarche orthodoxe est de vouloir défendre une optimalité a priori des choix dans un domaine, l'évolution des sociétés humaines, où cela n'a pas de sens, sauf à se placer dans un temps logique et non pas un temps historique.

Pour finir cette présentation schématique des conventions financières, il nous faut aborder la question centrale de savoir pourquoi il existerait une croyance conventionnelle partagée. En effet, ne peut-on pas simplement penser que le prix de marché reflète l'infinie variabilité des opinions idiosyncrasiques ? Pourquoi supposer qu'il existe une représentation de référence qui soit commune à tous les acteurs financiers ? Jusqu'à maintenant, cette question a pu rester à l'arrière-plan car il s'agissait pour nous de partir de l'analyse standard et de montrer que la substitution de l'hypothèse d'une représentation conventionnelle à celle d'une représentation vraie conduisait à un corps de doctrine plus cohérent et conforme à l'intuition, échappant aux contradictions de l'approche orthodoxe. Cependant, dès lors qu'on ne se réfère plus à l'unicité de la représentation vraie, il faut justifier le fait que tous les acteurs aient choisi une même convention parmi toutes les conventions arbitraires possibles. Pourquoi cette unanimité ? C'est là une question délicate qui dépasse notablement le cadre du présent article. Aussi, n'en indiquerai-je que les grandes lignes.

Deux modèles de convergence peuvent être avancés pour expliquer la formation de l'adhésion commune à une même convention : la convergence sociologique et la convergence mimétique, pour reprendre une terminologie proposée par Lordon (1999). Implicitement, il a déjà été fait référence au modèle de convergence sociologique. L'idée est de considérer le marché boursier comme un espace public d'opinions et de communication sur lequel circulent idées et conjectures. Le processus de convergence a alors pour vecteur la force intrinsèque des idées concurrentes et leur diffusion. C'est ce modèle que privilégie Brière (2002) lorsqu'elle pense le rôle des banques centrales et des analystes financiers dans la formation de la convention financière. C'est également ce modèle que développe Lordon (1999 et 2002) lorsqu'il introduit les notions de référentiel et de pouvoir symbolique. Il est cependant une deuxième manière de concevoir cette même convergence, complémentaire de la convergence sociologique, la convergence mimétique. L'idée centrale consiste à partir de l'étude des interactions financières élémentaires pour remarquer que, ce qui compte sur un marché financier, c'est de réussir à prévoir ce que sera l'opinion du marché. Pour cette raison, l'investisseur soucieux de son profit financier est extrêmement attentif à la manière dont se forme l'opinion collective. Il s'ensuit une structure d'interactions fort éloignée du modèle fondamentaliste en ce qu'elle pose comme norme, non pas une réalité objective, extérieure au marché, à savoir la valeur fondamentale, mais une variable endogène, en l'occurrence l'opinion du marché. On parlera de « structure autoréférentielle » (Orléan, 1999). Contrairement au modèle fondamentaliste, les anticipations ne sont pas tournées vers l'économie réelle, mais vers les anticipations des autres intervenants. Cette règle de comportement conduit à une déconnexion entre finance et économie réelle dans la mesure où ce qui importe sur un marché, ce n'est pas le contenu réel d'une information au regard des données fondamentales mais bien la manière dont l'opinion collective est supposée l'interpréter. Il s'ensuit une rationalité singulière, de nature fondamentalement mimétique en ce qu'elle cherche à mimer le marché pour le précéder dans ses évolutions, aussi erratiques soient-elles. Si je crois que demain les cours de la bourse vont augmenter, alors mon intérêt me dicte d'acheter des actions, même si je pense qu'au regard des fondamentaux, cette hausse est aberrante. L'imitation est un comportement parfaitement rationnel au niveau individuel même si elle conduit collectivement à des situations fort dommageables pour l'économie, comme c'est le cas lorsque apparaissent des hausses excessives.

On est là face à une vision complexe et novatrice qui tranche avec les modèles traditionnels d'évaluation. Pour analyser cette structure, Keynes a proposé une illustration simple et éclairante. Il compare « la technique du placement à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir (une plus jolie photographie) parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents⁸. » Dans ce jeu, comme dans l'analyse précédente, peu importe ce qu'on pense être véritablement la plus jolie photographie. Ce qui compte est de déterminer comment les autres analysent ce problème pour se rapprocher le plus de ce qu'ils pensent. On cherche à prévoir l'opinion collective. Cependant, si l'on suppose que les participants au jeu sont tous également rationnels, il en découle que l'opinion des autres se détermine elle aussi à partir de l'idée qu'eux-mêmes se font de l'opinion du groupe. Comme l'écrit Keynes, « chaque concurrent doit donc choisir non la photographie qu'il juge lui-même la plus jolie, mais celle qu'il estime le plus propre à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle.⁹ » On est donc confronté à une structure « spéculaire » puisque, comme dans un jeu de miroirs mis en abyme, chacun cherche à percer la pensée des autres intervenants, autres intervenants qui eux-mêmes se livrent à la même tâche. C'est alors la notion de saillance qui s'impose comme concept central pour penser cette dynamique autoréférentielle (Mehta et alii, 1994 ; Orléan, 2004a). Il s'agit de découvrir les comportements saillants, c'est-à-dire ceux qu'on estime propres à être copiés par les autres : tel est le principe clé de la rationalité autoréférentielle. Aussi, l'analyse autoréférentielle décrit-elle une communauté financière active et anxieuse, interrogeant toutes les hypothèses et toutes les rumeurs, pour déterminer celles susceptibles d'obtenir l'assentiment du marché. Ce processus d'exploration

⁸ Keynes, *op. cit.*, p. 168. Pour simplifier, j'ai considéré qu'on recherchait la plus jolie photographie là où Keynes donne à choisir « les six plus jolis visages. »

⁹ Cette citation de Keynes a été légèrement transformée pour tenir compte du fait que chacun recherche la plus jolie photographie et non les six plus jolis visages comme dans le texte de la *Théorie Générale*. Cf. note précédente.

dégénère fréquemment en polarisations mimétiques sporadiques lorsque tel ou tel événement est sélectionné simultanément par un grand nombre d'acteurs en raison de sa saillance supposée, et cela indépendamment de son contenu informationnel réel. Il s'ensuit de fortes et soudaines variations de prix, sans rapport avec les fondamentaux (Cutler, Poterba et Summers, 1989). C'est là un mécanisme cognitif qui concourt puissamment à la volatilité excessive que connaissent les cours boursiers.

Ce processus d'exploration mimétique des hypothèses peut cependant se stabiliser durablement lorsqu'une interprétation finit par recueillir l'adhésion généralisée du marché. Dans ces conditions, émerge un modèle d'évaluation reconnu par chacun comme légitime, précisément ce qu'on a appelé une convention. Tel est le modèle de la convergence mimétique, rapidement schématisé. C'est de cette façon que le groupe autoréférentiel surmonte provisoirement son déficit de référence objective : tant que la convention est acceptée, la dynamique spéculative est notablement simplifiée puisque alors, pour prévoir ce que les autres vont faire, il suffit de se reporter à ce que la convention prévoit. Par le jeu de l'autovalidation des croyances, il s'ensuit une relative stabilité de la convention qui devient, pour les agents, comme une seconde nature. Il ne faudrait pas en déduire que tous les acteurs ont des anticipations identiques, de la même manière que l'adhésion à un même modèle fondamentaliste, dans l'approche standard, ne conduit pas à l'identité des anticipations individuelles formées conformément à cette croyance globale. L'existence d'une convention est compatible avec une diversité d'estimations personnelles selon la manière dont la convention est interprétée. D'autre part, un certain nombre d'acteurs peuvent également jouer contre la convention. L'important est que chacun puisse reconnaître l'existence d'une manière légitime d'évaluer les titres, celle contenue dans les cours boursiers, manière légitime à laquelle ils peuvent se conformer ou non selon l'idée qu'ils se font de sa stabilité.

Conclusion

Cet article s'est attaché à montrer que la théorie financière a tout à gagner à rejeter l'hypothèse d'objectivité ex ante de la valeur fondamentale. Il s'ensuit une conception de la dynamique financière plus conforme à l'intuition et évitant nombre de paradoxes. À tout moment, il n'est pas vrai que le marché forme la meilleure estimation possible des valeurs des entreprises. Défendre une idée si contradictoire avec les faits observés ne tient pas. Les cours ont la dimension d'un pari, pari nécessaire dès lors qu'on considère un monde non stationnaire, dominé par l'incertitude épistémique. N'est-ce pas ce qui s'est passé lors de la bulle Internet ? Il est absurde de juger les critères d'évaluation produit par la « convention Nouvelle Économie » comme étant optimaux, compte tenu des informations disponibles. Ils n'en possèdent pas moins une certaine rationalité. Ce sont des paris justifiés par la révolution informatique. Certains d'entre eux se sont révélés exacts, par exemple ceux concernant Microsoft ou d'autres entreprises liées à l'Internet, d'autres faux. C'est selon cette ligne d'argumentation que nous avons critiqué l'hypothèse d'efficience. Il faut cependant noter avec Hyme (2004) qu'en fait coexistent deux définitions différentes de la notion d'efficience. Dans la première, l'accent est mis sur le lien entre les cours boursiers et la valeur fondamentale. Aux termes de la seconde définition, il y a efficience si le jeu boursier est équitable. C'est la première que nous avons critiquée. La seconde en tant qu'elle se déduit de l'idée d'équilibre est parfaitement compatible avec les idées conventionnalistes.

Comme nous l'avons dit, l'approche standard peut être pensée comme un cas particulier de l'approche conventionnaliste, cas dans lequel c'est le modèle fondamentaliste lui-même, tel que la théorie financière le conçoit, qui constitue la référence conventionnelle. En effet, l'approche standard considère que tous les individus se réfèrent à un même modèle supposé décrire la réalité économique telle qu'elle est à un moment donné, à savoir la valeur fondamentale. Cette ambiguïté est d'autant plus grande que toute convention, pour étayer sa légitimité aux yeux de tous les investisseurs, se présente à eux en niant son caractère conventionnel et en se faisant passer pour la représentation vraie de la réalité économique. Cette proximité objective des deux approches impose, dans la pratique des études empiriques, une grande prudence d'interprétation. De manière tout à fait révélatrice, lors de la discussion de la thèse de Marie Brière, alors que celle-ci insistait sur les modifications historiques qu'ont connues les conventions financières sur le marché des obligations publiques, un membre du jury a pu faire valoir que cette évolution historique ne prouvait en rien le caractère conventionnel de l'évaluation car elle pouvait plus simplement s'analyser comme reflétant les variations qu'a connues

objectivement la macroéconomie française durant la période considérée. En cette matière comme dans d'autres, le dogmatisme n'est pas de mise.

Là où les gains de l'approche conventionnaliste se font plus particulièrement sentir, au-delà de sa plus grande pertinence empirique, c'est par le champ de nouvelles questions qu'elle ouvre à la réflexion financière. Insistant sur l'irréductibilité subjective des opinions fondamentalistes, elle introduit une nouvelle source de volatilité, à savoir la volatilité des opinions. Par ailleurs, elle met l'accent sur les dynamiques intersubjectives d'opinion dont le marché boursier est le siège. Contagion mimétique, phénomènes d'influence, force des idées simples ou rôle des représentations économiques constituent autant de nouvelles hypothèses à formaliser. Les modèles de convergence sociologique et mimétique présentés succinctement dans le présent texte n'en sont encore qu'à leur enfance. Ils donnent à penser des interactions cognitives complexes, faites d'indétermination et d'amplification, qui demandent de nouveaux outils et la collaboration des autres sciences sociales. Il s'agit de faire en sorte que l'économie s'ouvre aux croyances collectives (Orléan, 2004a). Soulignons pour conclure que le mimétisme pris en considération ne se réduit pas à une imitation passive des comportements passés. Il s'agit de penser un comportement visant à anticiper sur ce que le groupe fera. C'est à découvrir les saillances propres à recueillir l'adhésion du marché qu'il s'emploie.

Références bibliographiques

Aglietta M., *Macroéconomie financière*, Paris, La Découverte, coll. « Repères », 1995.

Boucher C., « La Convention Nouvelle Économie », XVIII^{èmes} Journées Internationales d'Économie Monétaire et Bancaire, Pau, 21-22 juin 2001.

Boucher C. et Plihon D., « Les marchés financiers sont-ils efficaces ? », Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003-2004, Paris, Association d'économie financière, 2004, p.125-134.

Brière M., « L'influence des représentations collectives sur les marchés de taux, le rôle des banques centrales et des experts », thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Paris X-Nanterre, 10 juin 2002, sous la direction d'André Orléan.

Brière M., « Représentations collectives et chiffres économiques suivis par les marchés : quelles évolutions de 1970 à 2000 ? », document de travail du Cepremap, 2002.

Cutler D., Poterba J.M. et Summers L.H., « What Moves Stock Prices ? », *The Journal of Portfolio Management*, 1989, p. 4-12.

Debreu G., « Théorie de la valeur. Analyse axiomatique de l'équilibre économique », Paris, Dunod, coll. « Monographies de recherche opérationnelle », 1966.

Durkheim E., « Éléments d'une théorie sociale », Paris, Les Éditions de Minuit, coll. « Le sens commun », 1975.

Fama E., « Random Walks in Stock Market Prices », *Financial Analysts Journal*, vol. 21, n°5, sept/oct 1965, p. 55-59.

Favereau O., « Marchés internes, marchés externes », *Revue Économique*, vol. 40, n°2, mars 1989, p. 274-328.

Galbraith J.K., *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Seuil, 1992.

Geanakoplos J., « Arrow-Debreu Model of General Equilibrium » in Eatwell John, Milgate Murray et Newman Peter (éds.), *The New Palgrave*, Macmillan Press, Londres, 1987, tome 1, p. 116-124.

Hyme P., « La "théorie des marchés boursiers efficients" : un objet d'analyse polysémique », miméo, janvier 2004.

Kast R. et Lapied A., *Fondements microéconomiques de la théorie des marchés financiers*, Paris, Economica, coll. « Gestion », 1992.

- Keynes J.M., *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, Paris, Petite Bibliothèque Payot, n°139, 1971, [1^{ère} édition 1936].
- Keynes J.M., "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, n° 2, 1937, p. 209-223.
- Knight F.H., *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston New York, Houghton Mifflin Company, 1921.
- Kurz M., « On the Structure and Diversity of Rational Beliefs », *Economic Theory*, vol.4, 1994, p. 877-900.
- Kurz M., « Rational Beliefs and Endogenous Uncertainty: Introduction », *Economic Theory*, vol.8, 1996, p. 383 – 397.
- Lordon F., *La politique du capital*, Paris, Odile Jacob, 2002.
- Lordon F., « Croyances économiques et pouvoir symbolique », *L'Année de la Régulation*, vol. 3, 1999, p. 169-210.
- Lucas R.E., *Studies in Business-Cycle Theory*, Cambridge (MA) et Londres, The MIT Press, 1984.
- Mehta J., Starmer C. et Sugden R., « The Nature of Salience : An Experimental Investigation of Pure Coordination Games », *American Economic Review*, 84, n°2, 1994, p. 658-673.
- Orléan A., « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue Economique*, vol. 40, n°2, mars 1989, p. 241-272.
- Orléan A., *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.
- Orléan A., « Le tournant cognitif en Économie », *Revue d'Économie Politique*, vol.112, n°5, septembre-octobre 2002, p. 717-738.
- Orléan A., « Réflexion sur les fondements institutionnels de l'objectivité marchande », *Cahiers d'Économie Politique*, n°44, intitulé « Qu'a-t-on appris sur les institutions ? », L'Harmattan, 2003, p. 181-196.
- Orléan A., « What is a Collective Belief ? » in Bourguine Paul et Jean-Pierre Nadal (éds.), *Cognitive Economics*, Berlin, Heidelberg et New York, Springer-Verlag, 2004a, p. 199-212.
- Orléan A., « Efficience, finance comportementaliste et convention : une synthèse théorique », texte pour le Rapport « Crises financières » du Conseil d'Analyse Économique, dirigé par Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, 2004b, à paraître.
- Orléan A., « L'économie des conventions et la question de l'unité des sciences sociales », *L'Année Sociologique*, 2005, à paraître.
- Orsi F., « Droits de propriété intellectuelle et marchés financiers dans les nouvelles relations science/industrie. Le cas de la recherche sur le génome humain », thèse de doctorat en sciences économiques, Université de la Méditerranée-Aix-Marseille-II, 8 décembre 2001, sous la direction de Pierre Huard.
- Popper K., *L'univers irrésolu. Plaidoyer pour l'indéterminisme*, Paris, Hermann, 1984.
- Shiller R., *Irrational Exuberance*, New York, Broadway Books, 2001.
- Tadjeddine Y., « L'évaluation des firmes comme convention », Document de Travail FORUM, Paris X-Nanterre, 2002.