

## Préface à l'édition japonaise de *Le pouvoir de la finance*

André Orléan  
7 février 2001

Ce livre présente une vision originale de la finance. La thèse centrale qui y est développée établit que l'évaluation financière est le produit d'une logique d'opinion. Cette thèse a de quoi surprendre. On ne peut imaginer point de vue plus opposé à ce que professe la pensée académique. Pour celle-ci, le cours boursier est l'expression d'une grandeur objective, à savoir la profitabilité des entreprises. Autrement dit, nulle affaire d'opinion mais le calcul au plus juste des gains à long terme des firmes. Pour nous, a contrario, les marchés financiers organisés sont des structures sociales dont le but premier est de créer des consensus au sein de la communauté financière, de faire émerger des croyances partagées là où, sans eux, n'existerait que l'infinie variété des manières idiosyncrasiques de déchiffrer l'avenir. Au regard de cette conception, la finance se comprend comme étant une puissance autonome d'évaluation et non comme le reflet de grandeurs qui lui préexisteraient. Cette démarche rompt avec l'un des dogmes les plus ancrés et les plus défendus de la théorie financière, à savoir l'efficacité des marchés.

Au cœur de cette analyse nouvelle, on trouve l'idée selon laquelle pour comprendre l'économie il faut s'intéresser aux croyances des acteurs. Cette idée toute simple est, en fait, repoussée avec beaucoup de vigueur par la tradition économique. Celle-ci défend une conception héritée des anciennes théories de la valeur, conception qui voit dans le prix des marchandises une expression de leur rareté objective. Cette conception « objectiviste » ne laisse aucune place aux représentations des agents. Tout au plus est-il demandé à ceux-ci d'apprendre pour s'adapter rationnellement à leur environnement. Le paradoxe en la matière tient au fait que cette vision mécaniste est battue en brèche par les développements récents de la théorie orthodoxe elle-même. En effet, ceux-ci mettent en évidence des situations dans lesquelles les prix dépendent de la manière dont les agents interprètent l'économie. Dans ces conditions, comprendre les mouvements économiques nécessite une analyse qui tiennent compte, non seulement des données fondamentales et objectives, à savoir les technologies, les ressources disponibles et les goûts des consommateurs, mais également des représentations des acteurs. Une illustration exemplaire de ce type de résultat nous est donnée par les « équilibres de taches solaires. »

L'idée des taches solaires remonte à Stanley Jevons qui l'avait proposée initialement pour expliquer les cycles économiques. Selon cette hypothèse, les cycles économiques auraient pour fondement la présence ou l'absence de taches sur le soleil via les effets de ces taches sur la productivité agricole. Cette conception est en pleine conformité avec l'approche objectiviste décrite précédemment : les variations de prix et d'activité y sont analysées comme la conséquence des modifications que connaissent les données fondamentales de l'économie, en l'occurrence la fertilité des terres. Malheureusement, il a été démontré que cette hypothèse est erronée : les taches solaires n'ont pas d'impact significatif sur la productivité agricole. Cependant, certains économistes contemporains l'ont reprise et se sont demandés si le seul fait d'y croire pouvait faire en sorte qu'elle se trouve validée. Supposons donc que tous les agents croient unanimement à la théorie selon laquelle le prix du riz vaut  $P_{TS}$  lorsque les

taches solaires sont présentes et le prix vaut  $P_{NTS}$  dans le cas contraire. Que se passe-t-il ? Le résultat étonnant et, à maints égards, révolutionnaire est qu'en effet, sous certaines conditions peu restrictives, la croyance unanime dans la théorie des taches solaires suffit à l'auto-valider, c'est à dire à faire en sorte que le prix du riz varie conformément aux prévisions de la théorie. Ce résultat est en rupture radicale avec la vision objectiviste dominante en économie puisqu'il nous montre que le prix des biens dépend de la manière dont les agents interprètent les lois économiques. On trouvera, en matière financière, de nombreuses situations du même type dans lesquelles les anticipations sont validées, non pas parce qu'elles sont conformes aux données fondamentales, mais parce qu'elles provoquent des comportements qui les rendent vraies *a posteriori*.

La théorie financière moderne n'a pas pris toute la mesure de ces réflexions. Jusqu'à maintenant, elle voit plutôt en eux des « curiosités » que des résultats justifiant une transformation radicale de son programme de recherches. Prendre au sérieux ces analyses impose de s'intéresser activement à ce qu'on peut appeler la dimension « cognitive » des liens économiques, à savoir le travail par lequel la société construit des représentations collectives et propose des interprétations dominantes qui vont conditionner les prises des décisions des agents privés. Tel est précisément l'objet du présent livre. Nous étudions la coordination financière comme ayant pour objet de faire émerger des *conventions*, c'est à dire des manières partagées de comprendre l'économie et d'en prévoir l'avenir. Selon cette hypothèse, le marché financier ne se limite pas à la rencontre aléatoire et régulière d'acheteurs et de vendeurs à la recherche du profit maximum, il est également source de normativité. Se construit à l'occasion des transactions financières, dans cet espace public qu'est la bourse, un savoir collectif qui acquiert *de facto* un caractère de norme dès lors qu'il fait l'objet d'un large consensus. L'exemple le plus récent est ce qu'on peut appeler la « convention Internet », c'est à dire une vision du développement économique centrée sur le rôle des nouvelles technologies de l'information, vision qui prévoyait une croissance sans cycle et sans inflation. L'adhésion généralisée à cette convention est au cœur de la bulle spéculative observée aux USA jusqu'en mars 2000.

Cette démarche théorique en rupture avec la théorie de l'efficience financière a fortement bénéficié, pour son élaboration, du climat intellectuel particulier à la France. En matière de recherche économique, ce pays se singularise par l'existence d'un courant hétérodoxe ouvert, bien implanté et attirant de nombreux jeunes chercheurs. Son pivot est l'Ecole de la Régulation qui est bien connue des lecteurs japonais par des auteurs comme Michel Aglietta, Robert Boyer, Benjamin Coriat et Alain Lipietz. A l'origine, les préoccupations de l'Ecole de la Régulation sont principalement macroéconomiques. Son idée directrice est que les formes de la dynamique macroéconomique varient fortement en fonction du cadre institutionnel qui définit l'économie considérée. Il n'existe pas une dynamique unique, universelle mais une multitude de régimes variant selon les lieux et les époques. Puis, à la fin des années quatre vingt, a émergé un nouveau groupe de chercheurs hétérodoxes parmi lesquels on compte, outre l'auteur des présentes lignes, François Eymard-Duvernay, Oliver Favereau et Laurent Thévenot, qui ont insisté plus spécifiquement sur la dimension cognitive des institutions. En France, pour désigner ce courant de pensée, on utilise le terme « Economie des Conventions » en raison de l'importance qu'il accorde aux conventions dans la lignée des travaux du philosophe David Lewis. L'idée directrice est que la coordination marchande ne se réduit pas aux seuls prix, même si ceux-ci jouent à l'évidence un rôle essentiel. Elle prend également appui sur des « contextes » communs donnant lieu à des « interprétations » convergentes. Selon les partisans de « l'économie des conventions », pour expliquer comment les acteurs privés se coordonnent, il faut s'intéresser aux dispositifs qui

font en sorte que les anticipations des acteurs privés convergent vers des interprétations communes. Les conventions sont, à leurs yeux, des « dispositifs collectifs cognitifs. » Par ce terme général, c'est un vaste ensemble d'objets sociaux qui est pris en considération, depuis les marchandises elles-mêmes en tant qu'elles sont porteuses de qualité unanimement reconnue par tous jusqu'aux représentations collectives en passant par les régularités de comportement, les normes sociales ou les routines.

Si le livre qui est présenté aujourd'hui au public japonais doit beaucoup aux réflexions qu'ont menées les économistes orthodoxes autour de la question de l'autovalidation des croyances, le cœur de l'analyse reste cependant marqué par les problématiques régulationniste et conventionnaliste. Le rôle central qu'y joue la notion de convention financière est là pour le démontrer clairement. Elle est le dispositif central grâce auquel les anticipations des investisseurs et leurs évaluations de la valeur des entreprises convergent. Mais la réflexion ne s'arrête pas là. Dans un dernier chapitre, plus proche des préoccupations « régulationnistes », on se propose de penser la cohérence du nouveau régime macroéconomique qui émerge peu à peu aux Etats-Unis et en Europe sous l'effet de la financiarisation de l'économie. L'indépendance des banques centrales, le rôle de la capitalisation dans la gestion des retraites, le poids accru des investisseurs institutionnels, la « *corporate governance* » et l'importance de l'opinion financière sont autant d'éléments qui ont conduit à redessiner en profondeur le pacte social. Les principes qui structuraient jadis la société salariale « fordiste », pour reprendre un concept forgé par les régulationnistes, connaissent une obsolescence rapide. On voit aujourd'hui émerger un nouveau personnage, le « salarié-rentier », suite à la diffusion importante des actions au sein même du salariat, que ce soit au travers des retraites, de l'épargne et même du paiement de la force de travail (stock-options). En conséquence, on assiste à un dépérissement des formes politiques de la solidarité sociale au profit d'une dépendance aux autres, toujours plus abstraite et anonyme, sous l'égide des marchés. L'affirmation de cet « individualisme patrimonial » s'est construite prioritairement contre l'Etat national perçu comme fondamentalement inefficace et spoliateur. Jusqu'où peut aller ce mouvement qui tend à remplacer l'Etat-providence par la bourse ? Telle est la question qui clôt ce livre. Ce faisant, c'est toujours le pouvoir de la finance qui est interrogé mais, au-delà de sa seule fonction d'ajustement de l'épargne et de l'investissement, en tant que principe d'organisation de la société fondé sur la généralisation du statut d'actionnaires minoritaires.