



HAL
open science

La convention financière chez Keynes

Nicolas Piluso

► **To cite this version:**

Nicolas Piluso. La convention financière chez Keynes. *Actualite Economique*, 2008, 84 (1), pp.101-121.
10.7202/019976ar . hal-01399073v2

HAL Id: hal-01399073

<https://univ-tlse2.hal.science/hal-01399073v2>

Submitted on 18 Nov 2016 (v2), last revised 22 Aug 2023 (v3)

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La convention financière chez Keynes

Nicolas Piluso

Résumé

Cet article tente de questionner l'interprétation conventionnaliste du chapitre 12 de la *Théorie générale*, et d'analyser la signification du concept de convention financière chez Keynes. La convention financière est-elle réellement chez Keynes un mode de coordination alternatif aux prix ? La réponse à cette question nous permettra de savoir s'il est possible de trouver chez Keynes un fondement théorique à l'analyse de l'économie des conventions. D'après notre analyse, il n'existe pas véritablement de mode de coordination alternatif aux prix chez Keynes, mais plutôt des prix qui sont le produit pur d'opinions.

Abstract

This article attempts to question the conventionalist interpretation of the *General Theory of Employment, Interest, and Money's* twelfth chapter. It analyzes the keynesian concept of financial convention. Can it be thought as an alternative way of coordination? Does it truly provide a theoretical basis for the analysis of the French Convention School ? According to our reading of the Chapter 12, coordination does work through prices, yet now defined as product of opinions.

L'incertitude, d'après les post-keynésiens et les économistes conventionnalistes, est au cœur du dispositif théorique de Keynes. L'auteur de la *Théorie générale* ne se contenterait pas de fonder le chômage involontaire sur le caractère incertain des prévisions. Il esquisserait une théorie de la coordination des activités économiques en avenir incertain. Dans la théorie néoclassique, les prix régissent à eux seuls la mise en cohérence des plans de décision individuels ; Keynes introduirait au contraire un mode de coordination hors prix nécessité par la prise en compte de l'incertitude. La convention viendrait ainsi pallier l'incapacité du système de prix à assurer le fonctionnement normal du marché dès lors qu'est introduit l'avenir incertain.

De toute évidence, Keynes introduit d'autres éléments de « lutte » contre l'incertitude. Par exemple, la liquidité du marché financier permet à l'échelle individuelle de rendre révocable un investissement. La monnaie, en tant que réserve de valeur, permet de défier le marché sur le terrain de la connaissance des valeurs futures de cours, ou encore d'anticiper des dépenses imprévues. Néanmoins, notre étude se réduira au champ de la convention financière (adjuvant au marché) et de sa signification chez Keynes et les conventionnalistes.

Nous nous poserons la question de savoir si la convention est réellement chez Keynes un mode de coordination alternatif aux prix. L'enjeu de la problématique est de préciser si la théorie contenue dans le chapitre 12 de la *Théorie générale* est réellement constitutive de la théorie contemporaine des conventions, comme l'affirment Olivier Favereau (1985) et André Orléan (1999). Plus généralement, il s'agit de savoir si le système de prix se suffit à lui-même pour coordonner les agents économiques sur le marché financier. Nous tenterons sur la base d'une critique interne de l'interprétation conventionnaliste du chapitre 12 de la *Théorie générale* d'élucider cette question.

Après avoir présenté dans ses grands traits le mode de fonctionnement du marché financier d'après l'école de conventions (1), nous partirons d'un exemple de modèle « à la Orléan » pour mettre en évidence les impasses de cette lecture de Keynes et proposer une analyse alternative du chapitre 12 de la *Théorie générale* (2).

1. La convention financière comme mode de coordination alternatif : nature, rôle et processus de constitution

Le caractère incertain de l'avenir implique, d'après l'école des conventions, l'introduction d'un mode de coordination hors prix que Keynes nomme convention. Les prix dont il est question sont les prix courants des actifs financiers, censés refléter leur rendement futur anticipé. Les agents économiques seraient guidés dans la formulation de leur plan par un repère cognitif extérieur orientant leurs anticipations. Absente de la théorie walrassienne de la

coordination, la convention keynésienne, « *adjuvant au marché* » (Favereau, 1985), serait un élément de coordination complémentaire au mécanisme de prix.

Les acteurs du marché financier, confrontés à leur seule ignorance de l'état qui prévaudra dans le futur, se livrent, faute de mieux, à un jeu qui consiste à deviner l'opinion moyenne du marché. L'incertitude implique en effet que les périodes de temps ne sont pas homogènes : si les résultats d'une prévision sont pertinents pour une période, cela n'implique pas qu'ils le soient pour une autre. Les relations économiques sont donc pour Keynes radicalement instables¹. Les agents s'en remettent aux anticipations des autres, en supposant que l'autre est éventuellement mieux informé. Néanmoins, le processus, de par sa nature autocentrée, ne saurait se limiter à l'anticipation de l'opinion moyenne. En effet, chacun faisant de même, il s'agit d'anticiper l'opinion moyenne, puis l'anticipation de l'opinion moyenne, puis l'anticipation de ce que sera cette anticipation et ainsi de suite. La cascade d'anticipations croisées qui s'en suit pose le problème fondamental de l'indétermination de l'équilibre de marché. L'incertitude interdit donc une coordination spontanée par le biais du seul prix. Il faut rechercher l'élément canalisateur des anticipations, qui autorise la rupture du mouvement mimétique.

1.1 Incertitude et activité de spéculation : l'anticipation auto-référentielle

A la section IV du chapitre 12, Keynes distingue deux activités anticipatrices, désormais couramment citées : l'activité d'entreprise et celle de spéculation. La première, qui « *consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière* », tend à s'effacer devant la seconde qui elle s'emploie à « *prévoir la psychologie de marché* » (Keynes, 1936, p. 173). Dans son article de 1939, Nicholas Kaldor poursuit et complète la définition de Keynes : la spéculation est un « *achat ou (une) vente de bien avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par un avantage lié à l'usage du bien, une transformation quelconque ou le transfert d'un marché à un autre* ». Selon cette conception, les opérations spéculatives ont quatre caractéristiques. Elles impliquent une prise de risque; elles sont motivées par l'espoir de plus-values liées aux variations anticipées des prix; elles sont pures ou sèches, c'est-à-dire qu'elles sont autosuffisantes et qu'elles n'ont pas de contrepartie directe dans la sphère réelle de l'économie; elles s'effectuent le plus souvent (mais pas forcément) à crédit, c'est-à-dire que les capitaux engagés sont empruntés par les spéculateurs.

Sans expliquer comment apparaît le mimétisme et les bulles spéculatives, cette définition révèle que la spéculation est un pari sur la valeur future du bien et non son achat pour en tirer jouissance. L'actif n'a plus d'autre importance que sa valeur monétaire de revente.

Orléan (1999) précise quant à lui que la spéculation se caractérise par sa logique circulaire, liée à l'opération d'introversion qu'elle réalise. Une information captée de l'environnement n'est pas traitée de manière à évaluer ses conséquences futures sur la rentabilité à long terme des entreprises. Elle sera tout au contraire analysée sous le prisme de son impact sur la psychologie de la masse des acteurs du marché financier, autrement dit sur l'éventuelle variation du cours du titre qu'elle est susceptible de provoquer. L'incomplétude des marchés financiers (liée à l'inexistence de marché à terme pour les actifs financiers) rend nécessaire l'anticipation des prix à terme aujourd'hui. Mais la liquidité des titres instituée par le marché boursier ne rend plus nécessaire d'anticiper le rendement des actifs sur toute leur durée de vie. C'est précisément ce dont rend compte l'activité de spéculation.

Le rapport entre l'activité d'entreprise et l'activité de spéculation dépend du degré de liquidité dont est doté le marché. Le degré de liquidité est l'attribut d'un actif exprimant sa capacité à être échangé avec un minimum de coût, de délais et de risque de perte en capital. Le titre est d'autant plus liquide que sa sphère de circulation est vaste, que les coûts de transaction sont faibles, et que l'information est transparente. Or c'est cette invention qu'est la liquidité du titre qui est le fondement de l'activité de spéculation.

Partons comme le fait Orléan d'une hypothétique organisation financière au sein de laquelle l'acquisition d'un titre est définitive, l'immobilisation de l'épargne irrévocable. Dans un tel cadre, l'anticipation d'une variation de la valeur du titre n'aurait aucun objet puisque l'unique source de revenu procuré par le titre est le dividende. Le titre en effet ne peut être négocié. Les détenteurs du capital sous forme de titres sont contraints de se livrer à une

¹ Cette conception du temps a valu à Keynes une vive controverse avec Jan Tinbergen (Le Heron, 2004).

activité de pure entreprise comme le font les entrepreneurs. La rentabilité du titre est indépendante du choix des investisseurs. Elle ne dépend que de données qui s'imposent aux agents. Le fait d'introduire la liquidité des titres signifie que ces derniers ont un prix susceptible de varier sous l'influence des modifications du rapport de la demande à l'offre. Or, de telles variations sont de nature à produire des plus ou des moins values pour les investisseurs. Ce n'est plus tant la somme actualisée des dividendes futurs qui retient leur attention, que les variations du prix des titres générant un revenu à court terme. Plus la liquidité du marché est élevée, plus l'activité de spéculation prend le pas sur l'activité d'entreprise.

En quoi cette activité peut-elle être qualifiée d'introvertie ? Il faut remarquer, pour répondre à cette question, que le cours du titre apparaît comme le produit de l'opinion collective. Anticiper une variation à court terme de la valeur de l'actif, c'est prévoir les mouvements de l'opinion collective des intervenants. Conséquemment, le prix du titre apparaît tout à la fois comme l'objet et le produit des anticipations. Cet objet des anticipations est interne au marché et non pas extérieur, comme l'est par exemple la variation des profits futurs des entreprises. Orléan parle ainsi d'anticipation introvertie, et plus exactement d'anticipation auto-référentielle. Pour ce dernier auteur (et contrairement à Keynes), les anticipations auto-référentielles conduisent à une convergence de proche en proche des opinions jusqu'à atteindre le stade de l'unanimité. Elles posent le double problème de la stabilité et de l'indétermination de l'équilibre de marché.

1.2 Le problème théorique posé par les anticipations auto-référentielles

Evoquant le caractère spéculaire des anticipations, Keynes notait à propos du « *jeu de miroirs* » évoqué plus haut qu'« *au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement* » (Keynes, 1936, p. 172). Or, « *ce processus continue ad infinitum sans jamais fournir de solution au programme de coordination* » (Orléan, 1989, p. 19). Autrement dit, non seulement les équilibres sont multiples mais en outre ils demeurent instables. La moindre information nouvelle peut faire basculer le marché d'un équilibre vers un autre.

Un élément extérieur au mécanisme de prix doit donc être évoqué pour comprendre la coordination sur le marché financier. D'après l'école des conventions, Keynes aurait fait la découverte d'une solution au vide théorique que laisse devant lui le concept d'incertitude. Cette solution réside dans le concept de convention.

1.3 La convention financière : nature, rôle et processus de constitution dans la lecture conventionnaliste de Keynes

A la question « *comment donc s'effectuent dans la pratique ces réévaluations d'une si haute portée auxquelles les investissements existants sont soumis tous les jours et même toutes les heures* » (Keynes, 1936, p. 163), l'auteur de la Théorie générale répond que « *nous sommes tous convenus, en règle générale, d'avoir recours à une méthode qui repose à vrai dire sur une véritable convention. Cette convention consiste essentiellement dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment* » (ibid, p. 164). Cette hypothèse conventionnelle « *est compatible avec un haut degré de continuité et de stabilité dans les affaires, tant que l'on peut compter sur le maintien de la convention* » (ibid, p. 163). D'autre part, « *nous supposons, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation actuelle du marché est la seule correcte, [...] et que la dite convention variera seulement dans la mesure où cette connaissance sera modifiée* » (ibid, p. 168).

Le texte de Keynes mentionné ci-dessus fait apparaître, pour résumer, trois idées à propos de la convention financière :

- il s'agit d'une méthode de calcul, basée sur l'hypothèse que « *l'état des affaires continuera indéfiniment* » ; c'est une grille d'analyse, un instrument de formation des anticipations commun aux agents ;

- elle permet de lever l'instabilité inhérente au fonctionnement du marché financier ; la référence extérieure que constitue la méthode permet aux agents de sortir du mécanisme auto-référentiel ;
- elle est assortie d'une croyance commune, appelée également par Keynes « *convention* », selon laquelle l'évaluation du marché est correcte, même si chacun sait qu'elle ne l'est pas nécessairement. Cela résulte de ce que le prix relève d'une prophétie auto-réalisatrice.

Comme le laissent entrevoir ces lignes, la convention chez Keynes semble expliquer la stabilité de l'équilibre boursier plus que la détermination de cet équilibre. Orléan va pourtant l'interpréter comme un pivot fondamental de la détermination et de la sélection de l'équilibre sur le marché boursier.

Ainsi la définit-il comme « *une organisation sociale au travers de laquelle la communauté se dote d'une référence commune, produit d'une représentation commune qui fonde les anticipations individuelles* » (Orléan, 1990, p. 265). Elle permet aux agents économiques de sortir de la logique mimétique et lève ainsi l'indétermination de l'équilibre de marché. Reste à percer le mystère de la formation de la convention. Comment se constitue une telle règle implicite, tacite, et qui pourtant s'impose aux acteurs telle une véritable contrainte ?

La réponse a déjà été glissée dans ces lignes. En tant que prophétie auto-réalisatrice, la convention naîtrait du processus auto-référentiel de polarisation des opinions. Orléan affirme à cet égard que « *la rationalité auto-référentielle produit une dynamique mimétique des opinions qui débouche sur l'unanimité de groupe.[...] Bien qu'à l'origine, le marché soit dépourvu de tout repère commun qui permette aux investisseurs de déterminer sans ambiguïté leurs actions, il parvient néanmoins à se structurer autour d'une convention* » (Orléan, 1999, p. 60). L'idée d'unanimité de groupe, que l'on ne trouve pas chez Keynes, est très importante dans la conception d'Orléan : c'est elle qui permet de penser le processus de formation de la convention.

Le courant des conventions, né au milieu des années 80, revendique une paternité keynésienne en prétendant poursuivre le « projet radical » de Keynes. Le concept de convention serait la clé de l'intelligibilité du fonctionnement des marchés sous incertitude radicale. On trouverait en effet chez Keynes la convention dans les chapitres sur le principe de la demande effective et la prévision à court terme, mais aussi à ceux consacrés à l'efficacité marginale du capital et ses variations.

2. Une critique interne de l'interprétation conventionnaliste de Keynes

La lecture conventionnaliste est frappée d'incohérence dès lors qu'il s'agit de répondre aux questions supposées être laissées en suspens par Keynes, à savoir :

- comment la convention se forme-t-elle ?
- comment se fait le passage d'une convention à une autre ?
- comment appréhender son rôle ?

L'importance de la première question est évidente : l'absence de réponse signifierait le caractère *ad hoc* de la construction. Faire en effet de la convention un objet théorique à part entière sans répondre à la question de son origine et de sa détermination constituerait une impasse pour le moins problématique. La troisième question pose notamment le problème de la position théorique attribuée à la *Théorie générale*. La radicalité de Keynes tiendrait à la prise en compte du temps vecteur d'incertitude et au recours à un mode de coordination alternatif, la convention. Mais la fonction de la convention, telle qu'interprétée par les conventionnalistes, n'est-elle pas d'ignorer le temps, comme le fait la théorie néoclassique standard ? L'analyse de Keynes ne serait-elle qu'un détour inutile ? De telles interrogations soulèvent l'enjeu théorique de la seconde question : comment appréhender la dynamique des conventions ?

2.1 Le fonctionnement d'un modèle « à la Orléan »

Il existe plusieurs variantes du modèle d'Orléan analysant le fonctionnement du marché (1990, 1992, 1994, 1995)². L'interprétation qu'il donne de leur résolution est que les agents, sous le double poids de l'incertitude et de la perte de confiance en leurs estimations, se livrent à un comportement mimétique, polarisant l'opinion sur une valeur du titre et auto-validant cette dernière. Une fois l'opinion unanime, il revient au même de consulter l'opinion ou sa propre évaluation du signal fondamental. En ce point, la logique spéculaire se confond avec la logique fondamentaliste et c'est de cette union que naît un *common thought*, une convention, servant d'ancrage aux anticipations.

La séquence commune à ces modèles est la suivante. Les agents perçoivent un signal fondamental (une information émanant de l'extérieur) qui produit un partage de l'opinion collective en deux. Ce partage s'exprime en la formation d'un cours que les agents vont consulter pour réviser leurs anticipations. La transition d'une anticipation à une autre dépend de la fréquence d'opinion constatée sur le marché et de la confiance relative des agents en leur propre estimation. Il en résulte à la période suivante un nouveau cours dont la valeur peut s'éloigner du signal fondamental. Le problème qu'Orléan se donne à résoudre est la détermination de la valeur du cours pour laquelle la probabilité de transition d'une opinion à une autre est nulle. Nous verrons qu'à la question de savoir si un équilibre de marché peut naître d'un mouvement de polarisation mimétique, le modèle répond négativement (de plus amples détails formels sont fournis en annexe).

Les simulations numériques du modèle montrent que lorsque le degré de confiance des agents en leur propre évaluation est faible, ces derniers se livrent au mimétisme. L'opinion converge alors et s'uniformise par contagion de proche en proche. S'il y a unanimité sur une valeur du cours, tous les agents anticipent une même variation de cours. Si la valeur future anticipée est par exemple inférieure au prix actuel, toute la communauté des intervenants se porte vendeuse. Par conséquent, le marché devient illiquide. Comment alors la convention pourrait-elle naître de l'homogénéisation des anticipations individuelles ? Tel est le problème de l'interprétation conventionnaliste du chapitre 12, à laquelle elle ne saurait répondre.

Orléan (1990, p. 866) souligne qu'à travers ce modèle, « deux visions théoriques du marché ont été présentées. Dans la première, nous avons affaire à une foule paniquée, plongée dans l'incertitude et, pour cette raison, soumise au mimétisme. La convention nous offre, au contraire, le spectacle d'une foule pacifiée, moutonnaire, répétant les mêmes évaluations rituelles. Y a-t-il, entre ces deux formes, une solution de continuité ? Sinon, comment rendre compte de la morphogénèse qui fait passer de l'une à l'autre ? ».

La réponse que fournit Orléan n'est pas, en réalité, inspirée de Keynes. Pour ce dernier, le cours d'un titre exprime un certain équilibre entre les haussiers et les baissiers. Les anticipations sont hétérogènes et le mimétisme n'empêche pas la coexistence d'opinions multiples. Orléan tire son idée de l'œuvre de René Girard (1972) pour comprendre le passage de l'unanimité à la convention. Orléan propose l'idée suivante: lorsque l'opinion élue atteint l'unanimité, cette dernière se reproduit mécaniquement. Il en résulte une stabilité qui signe l'émergence d'une convention ancrant les anticipations des agents. L'opinion ainsi établie n'est pas réellement fondée mais a force de vérité par le pouvoir auto-validant de l'opinion polarisée. Pourtant, la diversité des vues sur l'avenir est nécessaire à l'établissement d'un prix sur le marché financier.

De toute évidence, Orléan n'apporte pas de réponse à la question posée. Il ne fait qu'affirmer le résultat souhaité, à savoir qu'une convention naît de l'uniformisation des opinions. Lorsque le processus de convergence atteint le stade de l'unanimité, l'opinion, de fait, est stabilisée puisque le marché est fermé. Tout le problème est de savoir comment de la convention peut surgir une hétérogénéité des vues sur l'avenir, qui est une condition minimale de fonctionnement du marché. Les modèles d'Orléan montrent en fait que la chose est impensable. Dans ces derniers, lorsque le degré de confiance des agents dans leur propre système d'évaluation est en deçà d'une valeur critique, l'opinion se stabilise sur une opinion commune. Par conséquent, les transactions ne peuvent plus se réaliser. On ne voit pas par quel processus le marché retrouverait sa liquidité. L'interprétation conventionnaliste prête à Keynes l'idée selon laquelle le fonctionnement du marché (financier) n'est pas viable sans l'instance de coordination hors-prix qu'est la convention. Leur schéma pourrait être reconstitué comme suit :

² Il est possible d'en trouver une présentation complète dans l'ouvrage de Bruno Moschetto (1998, pp. 86-95).

Incertitude → mimétisme → polarisation → formation de la convention → foule apaisée et hétérogénéité des anticipations

L'incertitude conduit les agents peu confiants en leur système d'évaluation à consulter et imiter l'opinion des autres. Par contagion, l'opinion converge sur une valeur du titre. Il devient alors identique de consulter l'opinion de l'autre ou se référer à sa propre opinion puisque l'unanimité est atteinte. La convention ainsi formée rend possible la stabilisation du marché.

Cette représentation est en fait inintelligible et *ad hoc*. Le problème de départ est de savoir comment les opinions des intervenants du marché financier peuvent se diversifier. Or, la polarisation auto-réalise une opinion de défiance ou de confiance vis-à-vis du cours du titre, le rendant illiquide : les intervenants sont soit tous vendeurs, soit tous acheteurs. Lorsque le degré de confiance des agents économiques en leurs propres évaluations est faible, les simulations numériques des modèles d'Orléan aboutissent à une situation de quasi-unanimité ou d'unanimité ; la probabilité de transition d'une opinion à une autre se stationnarise pour une seule et unique valeur du titre.

Or, il ne faut pas perdre de vue que la variable importante du marché n'est pas tant le cours du titre lui-même, que son taux de variation. Imaginons que le titre Z avait une valeur W à la période $t-1$ et que la valeur $V1$ en t lui est largement inférieure. Il en résulte que :

$$(V1 - W) / W < 0$$

S'il y a unanimité sur la valeur anticipée $V1$, tous les agents vont anticiper une chute du cours. La communauté des intervenants dans son ensemble se portera vendeuse. Par conséquent, le marché devient illiquide. Keynes dirait qu'« une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement. Du point de vue de l'utilité sociale l'objet de placements éclairés devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur » (Keynes, 1936, p. 170). Autrement dit, et comme nous le verrons, Orléan confond la levée de l'incertitude pesant sur l'investissement productif via la convention qu'est le marché financier lui-même, avec la levée de l'incertitude pesant sur les décisions de placement via une pseudo représentation commune du monde que serait une convention financière. Orléan néglige, au travers de son raisonnement, la spécificité du marché financier, fondée, entre autres, sur la virtualité de la liquidité. Le schéma approprié est donc le suivant :

Incertitude → mimétisme → polarisation → illiquidité → fermeture du marché

Si l'incertitude conduit les agents à consulter l'opinion des autres et que le processus d'imitation se renforce de manière endogène (comme c'est le cas chez Orléan), alors la convergence des opinions entraîne nécessairement l'illiquidité du titre et la fermeture du marché. Les modèles d'Orléan amènent finalement à mettre en doute l'objet même de l'interprétation conventionnaliste : la nécessité d'une régulation marchande via la convention. Dans le cas où la confiance des agents en leurs propres prévisions est relativement forte en effet, le marché se coordonne parfaitement sans qu'on ait nécessairement à imaginer que la communauté des agents se soit dotée préalablement d'un modèle de l'économie commun. Les agents sont mûs par leur « *animal spirit* ». Plusieurs opinions s'affrontent sur le marché. Ce n'est que dans le cadre d'une situation extrême, un degré de confiance d'une valeur insignifiante, que la dynamique polarisatrice s'emballe. Pour passer de la situation de foule paniquée (mimétisme et contagion) à la situation de foule apaisée (établissement d'une convention), il faut modifier de façon arbitraire l'indice de confiance des agents, ce qui est impossible dans les modèles d'Orléan car il ne s'agit pas d'un paramètre mais d'une variable endogène³.

Au total, les trois questions posées initialement demeurent sans réponse. Keynes aurait-il avancé les prémisses d'une théorie inaboutie et sans débouché possible ? La thèse que nous défendons est que le modèle

³ D'après Orléan, l'agent économique sait qu'il existe des phénomènes d'imitation qui affectent fortement la dynamique d'ensemble du marché. Or, plus la polarisation sur une opinion est forte, plus le prix observé en t renseigne sur les mouvements futurs de l'opinion collective. Par conséquent, plus l'opinion converge, moins les agents se fient à leur propre évaluation, et plus ils consultent celle des autres. Le degré de confiance dans leur propre évaluation est une fonction décroissante du degré d'imitation et de convergence de l'opinion.

d'Orléan fournit une formalisation acceptable du chapitre 12, mais que l'interprétation que le même auteur en fait n'est pas adéquate. Il semble en effet que chez Keynes,

1-il n'existe rien de pareil à une valeur fondamentale du cours financier ; le concept même de bulle est inadapté à la représentation du marché des actifs ;

2-de même que le prix d'un titre est par nature conventionnel, de même l'opinion est par nature auto-réalisatrice : nul besoin d'attendre l'avènement d'un emballement mimétique pour voir ses prophéties se réaliser ; sur ces deux points, Orléan semble en accord avec Keynes ;

3-la généralisation de logique mimétique n'engendre que l'illiquidité du marché. Autrement dit, la convention telle que définie par Orléan (produit d'une dynamique mimétique et autocentrée qui aboutit à l'unanimité) est incompatible avec l'hétérogénéité des anticipations, c'est-à-dire avec la coexistence de *bulls* (haussiers) et des *bears* (baissiers). C'est fondamentalement sur ce dernier point, nous semble-t-il, qu'Orléan se différencie par rapport à Keynes.

Par conséquent, la convention n'est pas un mode de coordination alternatif aux prix puisqu'il s'agit uniquement chez Keynes d'un prix : le cours du titre sur le marché boursier, ou le taux d'intérêt sur le marché monétaire.

2.2 Chapitre 12 et modèles d'Orléan : une réinterprétation du rôle de la convention et de l'incertitude

Keynes prend appui sur une problématique qui introduit la Bourse dans son rapport à l'investissement productif. Ainsi la nature et le rôle de la convention ne sont compréhensibles qu'eu égard à la décision d'accumuler du capital.

L'auteur de la *Théorie générale* oppose deux systèmes : le « *modèle ancien* », caractérisé par l'absence de bourse de valeurs, et le mode de production capitaliste actuel, marqué par « *la scission entre la propriété et la gestion du capital* »⁴ (Keynes, 1936, p. 166). La différenciation des systèmes tient précisément à la création d'une convention, qui n'est pas un modèle de l'économie commun aux agents, servant de base à la constitution des anticipations, et surgissant d'un emballement mimétique sur un marché financier constitué. En effet, l'émergence de la convention est contemporaine de celle du marché financier.

L'objet du chapitre 12 est d'examiner « *de plus près certains facteurs qui déterminent le rendement escompté d'un capital* » (ibid, p. 163). Ces facteurs relèvent non seulement de la prévision à long terme, mais aussi de la confiance avec laquelle elle est réalisée. A cet égard, Keynes distingue le « *modèle ancien* » du modèle actuel caractérisé par la présence de l'institution qu'est le marché financier. Effectivement, « *lorsque les entreprises appartenaient pour la plupart à ceux qui les avaient créés ou à leurs amis associés, l'investissement dépendait d'un recrutement suffisant d'individus de tempérament sanguin et d'esprit constructif qui s'embarquent dans les affaires pour occuper leur existence sans chercher réellement à s'appuyer sur un calcul précis de profit escompté* » (ibid, p. 165). Autrement dit, le volume de l'investissement dépendait largement d'une catégorie de personnes ayant le goût du risque mais étant aussi confiantes en leurs propres paris. L'investissement était donc le fait d'une catégorie spécifique d'individus, du fait que « *les décisions d'investir dans le modèle ancien étaient en grande partie irrévocables, non seulement pour la communauté dans son ensemble mais encore pour les individus* » (ibid, p. 166). Dans le modèle actuel au contraire, « *l'extension prise des marchés financiers ont fait intervenir un nouveau facteur d'une grande importance, qui facilite parfois l'investissement, mais qui parfois aussi contribue à aggraver l'instabilité du système* » (ibid, p. 178). Le facteur nouveau susceptible de favoriser l'investissement en favorisant la confiance, tout en portant les germes d'une instabilité accrue, est, comme le dit Keynes, le marché financier. Il permet de produire une évaluation de l'investissement autorisant, à l'échelle individuelle, de rendre liquide le capital initialement immobilisé. C'est cette distinction établie dans le paragraphe III du chapitre 12 qui permet de cerner l'unité et la signification du concept de convention chez Keynes.

Si la convention est une instance coordinatrice complémentaire ou alternative au système de prix dont la propriété et la raison d'être sont de stabiliser le marché financier, on ne peut raisonnablement affirmer que le marché

⁴ Cette séparation a fait l'objet d'une thèse soulignant la perte de contrôle de l'actionnaire sur son objet de propriété qu'est la firme (Berle et Means, 1932). L'analyse de Berle et Means a fait l'objet d'une abondante littérature dans le champ de la gouvernance d'entreprise (Aglietta et Reberioux, 2004).

est finalement instable pour cause d'une convention fragile, sans tomber dans le contresens. S'appuyant sur l'affirmation de Keynes selon laquelle « *l'évaluation conventionnelle est exposée à subir des variations violentes à la suite de revirements soudains [...]* » (Keynes, 1936, p. 166), Frédéric Lordon et Orléan stipulent que l'exercice de la convention conduit à diluer le consensus qui a été noué autour en raison notamment de la fragilité de ses fondements et de « *la fondamentale hésitation des marchés* » (Lordon, 1997, p. 175) : « *les effets d'auto-validation ne règnent pas sur l'intégralité du réel d'où peuvent encore monter des infirmations* » (Lordon, 1997, p. 178). Les cours boursiers, taux d'intérêt et de change, nous disent ces auteurs, reflètent cette capacité asymétrique des marchés financiers à défaire une politique économique ou une politique de gestion de la firme sans pour autant pouvoir en assurer le succès. C'est justement parce que la convention est elle-même porteuse d'instabilité que Lordon considère inéluctable la sanction par le marché financier de l'Etat ou des entreprises (Lordon, 1997, Piluso, 2006).

Si la convention est introduite pour cause d'instabilité et que cette dernière est, en dernière analyse, source d'instabilité macroéconomique, comme le démontre Lordon (1997) en analysant l'approche d'Orléan, l'intérêt théorique de cette dernière peut laisser dubitatif. Quelle est donc cette convention dont parle Keynes, qui est compatible avec un haut degré de continuité dans les affaires, et qui malgré tout est porteuse d'instabilité ?

Dans l'édition française de la *Théorie générale*, Keynes semble faire référence à trois types de convention⁵. Cela jette le trouble pour appréhender précisément ce que Keynes entend par convention. Une investigation dans l'édition originale apparaît donc indispensable. Dans cette dernière, Keynes écrit : « *The essence of this convention (...) lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change [...]. We are assuming, in effect, that the existing market evaluation, however arrived at, is uniquely correct in relation to our existing knowledge of the facts which will influence the yield of investment, and that it will only change in proportion to changes in this knowledge* » (Keynes, 1936 (2), p. 152).

Supposer que l'état des affaires continuera indéfiniment, compte tenu de l'état des connaissances actuelles, signifie que le cours boursier d'aujourd'hui est supposé constituer une évaluation correcte de la série des profits que le capital engendrera dans les périodes futures. Supposer que l'état des affaires continuera indéfiniment, c'est encore dire que l'opinion cristallisée dans le cours d'un titre, de quelque manière qu'elle ait été formée, se maintiendra, de sorte que le capital immobilisé soit liquide à l'échelle individuelle⁶ : « *A supposer que la convention subsiste, il [l'investisseur, NP] n'a pas besoin de perdre le sommeil pour la seule raison qu'il n'a aucune idée du prix que son investissement vaudra dix ans plus tard [...]. Les investissements qui sont « fixes » pour la communauté sont ainsi rendus « liquides » pour l'individu* » (Keynes, 1936, p. 168).

Il apparaît que pour Keynes, la convention est l'essence même du marché financier. Qu'est-ce que ce dernier, si ce n'est un marché dont la raison d'être est la production d'une estimation de la valeur du capital afin de le rendre liquide pour les détenteurs de titres individuels ? La convention n'est pas un mode de coordination hors-prix des décisions des agents, mais le prix du titre lui-même. Ce prix, est, par définition, « *une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus* »⁷ (ibid, p. 167) ; il est qualifié par Keynes de

⁵ A la page 167 de la *Théorie générale*, on peut lire : « *Cette convention consiste essentiellement dans l'hypothèse que l'état des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement* » (SENS 1). Quelques lignes plus loin, à la page 168, il est noté que : « *Dans la pratique, nous supposons, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation actuelle du marché, de quelque façon qu'elle ait été formée, est la seule correcte, eu égard à la connaissance des faits qui influenceront sur le rendement de l'investissement, et que la dite convention variera seulement dans la mesure où cette connaissance sera modifiée* » (SENS 2). Enfin, page 169, il avance : « *Une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants, est exposée à subir des variations violentes à la suite de revirements soudains que suscitent dans l'opinion certains facteurs dont l'influence sur le rendement escompté est en réalité assez petite* » (SENS 3). Les deux premières sont relevées dans le même paragraphe et semblent avoir deux significations distinctes : la première semble concerner la production de l'évaluation boursière, la seconde le statut de cette dernière aux yeux de la communauté financière. La troisième, enfin, semble synonyme de cours boursier. Elle serait donc le prix du titre lui-même.

⁶ L'édition anglaise ne fait donc apparaître le terme de convention que dans les sens 1 et 3 uniquement. Dans la phrase de « sens 2 », le terme de convention n'apparaît pas. Elle vient expliquer, approfondir, la convention de « sens 1 ».

⁷ Les individus en question ne sont pas tous nécessairement ignorants, d'où l'importance des meneurs de marché.

conventionnel puisqu'il est impossible de produire une estimation exacte de la série des rendements futurs d'un investissement. « *Sur le plan philosophique, une telle évaluation ne peut être la seule correcte, car notre connaissance actuelle ne saurait fournir la base d'une prévision calculée mathématiquement* », souligne Keynes (ibid, p. 168). Néanmoins, cette estimation a force de vérité puisque c'est à ce prix qui s'échangeront les titres : l'évaluation conventionnelle est à la fois la fin et la condition d'existence même du marché financier.

Les trois sens *a priori* identifiés dans le texte de Keynes ne forment en fait qu'une seule et même convention qui est le prix formé sur le marché, à partir duquel les agents fondent les décisions, et autorisant les transactions sur titres. Il n'y a pas chez Keynes l'idée que les agents se coordonnent à partir d'un *common thought*, un modèle de l'économie, indispensable pour parer aux mouvements de panique induits par l'incertitude. La convention n'est pas le produit d'une telle polarisation, mais de l'institution d'un marché financier destiné à rendre révoquant l'investissement et donc soulager les investisseurs de l'incertitude sur les rendements futurs. C'est tout le sens de la distinction qu'introduit Keynes entre « *modèle ancien* » et modèle actuel de système capitaliste.

L'article de 1937 semble aller à l'encontre de cette interprétation. Keynes parle d'incertitude pesant sur la décision d'investir, apaisée par trois techniques d'adaptation à l'incertitude, reprenant les trois conventions que nous avons relevées ci-dessus, en dehors de toute référence au marché financier. Cependant, il faut se rappeler, à la lecture de cet article, que Keynes introduit l'évaluation conventionnelle du marché financier dans le chapitre 12 en tant que variable impulsant les mouvements de l'efficacité marginale du capital. Autrement dit, la décision d'investissement est sujette aux variations de cette évaluation, et par là-même, peut y être assimilée : « *Certains catégories d'investissement sont gouvernées moins par les prévisions véritables des entrepreneurs que par la prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le stock exchange, telle qu'exprimée dans le cours des actions* ». Par conséquent, lorsque Keynes mentionne « *les 3 techniques d'adaptation à l'incertitude* »⁸, il ne fait que mentionner le marché financier lui-même et son évaluation, qui gouvernent l'évolution du volume d'investissement et du prix du capital.

C'est ce qu'enseignent également les modèles faussement qualifiés de bulle mimétique, qui fournissent une grille de lecture pertinente du chapitre 12, foncièrement différente néanmoins de celle que propose Orléan lui-même.

En définissant le cours boursier comme une « *évaluation conventionnelle* », Keynes expurge d'emblée toute notion de cours fondamental. Orléan est relativement ambiguë sur la question et affirme alternativement soit que le cours boursier est le produit pur des opinions de marché⁹, soit, lorsque les opinions sont hétérogènes, qu'« *on retrouve les situations décrites traditionnellement par la théorie traditionnelle. La diversité des opinions est égale à la variabilité des fondamentaux. Le marché agrège de façon efficace l'ensemble des informations individuelles et fait apparaître la valeur fondamentale* » (Orléan, 1990, p. 685). Keynes, pour ce qui concerne le marché financier, adopte une démarche plus radicale: dans l'article de 1937, l'auteur parle non pas de généralisation de la théorie orthodoxe mais de divorce. L'un des enseignements du chapitre 12 et de l'article de 1937 est précisément que la valeur fondamentale est introuvable : « *There is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply don't know* » (Keynes, 1937, pp. 113-114). C'est en cela que le prix d'un actif est convention.

Les modèles d'Orléan, de même, n'avancent aucun élément permettant d'appréhender la valeur fondamentale. Au contraire, les valeurs prospectées du titre sont de pures opinions. C'est en cela que le marché financier est un système d'emblée auto-référentiel : anticiper le prix du titre revient à anticiper, par sa définition même, l'opinion de marché. Comme le note Orléan lui-même, l'évaluation boursière est à la fois le produit et l'objet

⁸ A savoir l'établissement de prévisions conventionnelles, l'idée de relative exactitude de ces prévisions, et enfin l'hypothèse de continuité des affaires.

⁹ Orléan illustre sa métaphore du marché financier en nous disant que « *le marché peut être comparé à un parlement, le parlement des actionnaires, travaillant à l'élaboration et à l'expression de la volonté majoritaire* » (Orléan, 1999, p. 57). Le marché, entendu comme la communauté des détenteurs du capital financier, déclare une évaluation des titres, sur la base de laquelle les échanges peuvent s'effectuer. Cette évaluation est vraie puisque correcte ou non, c'est à cette valeur que s'échangent les titres. La question n'est donc pas tant de savoir si le prix proclamé par le marché reflète une « *réalité* » économique (les véritables perspectives de rendement futur du capital productif), mais plutôt si « *le strict respect des procédures institutionnelles qui règlent le processus d'expression de cette majorité* » (ibid, p. 58) est assuré. Le prix qui s'établit sur le marché financier est, de par la raison d'être même du marché financier et son mode de fonctionnement, le produit d'une opinion collective, d'un choix d'évaluation.

des anticipations. Keynes parle de « *prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le stock exchange, telle qu'elle s'exprime par le cours des actions* » (Keynes, 1936, p. 167). Le concours de beauté, mentionné au chapitre 12 n'est qu'une figure métaphorique de la technique de placement elle-même, et non d'un emballement mimétique conduisant à l'unanimité de l'opinion et produisant un mode de coordination hors-prix. Il ne fait que souligner la dimension auto-référentielle du marché boursier : anticiper le prix revient, tout simplement, à anticiper l'opinion moyenne. Orléan ne peut donc affirmer par ailleurs que Keynes fournit la représentation d'une bulle mimétique qui est un concept orthodoxe : d'une part le concept de bulle n'a de sens que si la valeur fondamentale est connue, et d'autre part, Keynes ne mentionne pas à proprement parler de polarisation mimétique. Comment interpréter alors les modèles formels ?

Ces derniers enseignent que quel que soit le degré fort ou faible de la confiance des intervenants, pourvu qu'elle soit au-dessus d'un seuil critique, le marché financier produit une opinion plus ou moins stable sur le prix du capital. Lorsque les opinions sont également partagées, et que la confiance des agents est élevée, l'évaluation du capital sur la base de laquelle les transactions s'effectuent est la moyenne de cette opinion. En ce qu'il reflète l'opinion du marché, le prix du titre est une auto-réalisation, une élection du marché. C'est là le sens de la phrase de Keynes dernièrement citée. Un tel prix, qu'il soit établi en situation de forte ou faible confiance, représentera toujours l'opinion. Lorsque cette dernière a tendance à s'uniformiser, le cours sera affecté par ce mimétisme. Ces modèles ne sont jamais qu'une représentation d'un marché spécifique, en ce qu'il est auto-référentiel, mais coordonné comme les autres par les prix. Le futur est incertain, la valeur fondamentale est inconnue, mais les intervenants émettent des opinions, élisent une valeur du capital pour effectuer leurs transactions. Le marché auto-institue la liquidité du capital; il déclare une évaluation des titres sur la base de laquelle les échanges peuvent s'effectuer. Néanmoins, comme il a été déjà souligné, cette dernière reste virtuelle. Les investissements sont fixes pour la communauté. C'est pourquoi lorsque l'opinion se polarise et devient unanime, le marché s'effondre. La confiance minimale nécessaire à l'existence du marché financier est contemporaine de ce dernier. La convention nécessaire à l'existence du marché financier est l'existence de l'évaluation elle-même. Il devient tautologique de parler de convention.

Enfin, il est possible de mettre en évidence que l'approche des conventions prolonge la théorie néoclassique en ce qu'elle considère tous les individus en présence sur le marché comme égaux. Or il est généralement reconnu que chez Keynes, il existe des asymétries entre agents. La plus caractéristique dans la *Théorie générale* est l'inégalité de statut entre entrepreneurs et salariés, les premiers déterminant unilatéralement le niveau d'emploi (Cartelier, 1995) : c'est ce qui conduit Keynes à rejeter ce qu'il appelle le « *second postulat classique* ». Dans le cadre du marché financier, il est possible de considérer que les mouvements d'opinion et donc de cours sont liés à celui de quelques individus dominants et influents, qui inspirent à tort ou à raison la confiance des autres agents. Cela signifie que certains acteurs ont la capacité de dicter leur loi auprès des autres opérateurs. Les grands prêtres des marchés qui imposent leurs prévisions aux marchés financiers, et, à partir de là, à l'économie en obligeant l'Etat et les firmes cotées en bourse à se soumettre à l'ordre et à la règle de ces gourous ont pour nom : analystes, stratèges, chefs économistes, gérants de fonds ou d'actifs. Ces acteurs majeurs de la finance contemporaine régissent des biens nommés fonds de pension, assurances, fonds de placement (OPCVM en France) ou banques d'affaires. L'actualité récente a montré que certaines figures emblématiques de cette finance n'ont qu'un mot à dire pour que les bourses et les actionnaires paniquent et les managers démissionnent. Cette analyse du marché, qui peut être inspirée de Keynes en lui empruntant l'idée d'asymétrie entre agents économiques, ne correspond aucunement au schéma tel que décrit par l'école des conventions : il n'y a pas ici la nécessité d'un mode de coordination hors-prix, mais simplement un agent qui influence une partie de la communauté du marché du fait de place particulière qu'il occupe au sein de cette dernière.

Ainsi, l'objet de notre critique n'est pas de remettre en cause les modèles formels d'Orléan, ou encore de nier l'existence de phénomènes de mimétisme et ou encore d'anticipations auto-référentielles. Il s'agit plutôt de réinterpréter ces modèles pour mettre en évidence que l'incertitude n'engendre pas (et ne peut pas engendrer) chez Keynes des formes de coordination alternatives aux prix. Nous défendons l'interprétation traditionnelle du chapitre 12 de la *Théorie générale* selon laquelle la convention du marché financier, au sens restrictif de prix, permet l'illusion de la liquidité pour les individus.

Conclusion

Dans la lecture qu'Orléan fait lui-même de son modèle, le marché financier, pour juguler l'incertitude pesant sur les prévisions, aurait besoin d'une convention venant compléter le prix dans son rôle de coordinateur des plans de décision individuels. Telle n'est pas en fait l'interprétation qu'il convient de faire de son propre modèle, ni même du chapitre 12 de la *Théorie générale*. C'est uniquement le prix du marché lui-même qui apparaît comme la convention. C'est pourquoi nous sommes amené à contester deux thèses que l'on trouve au sein de l'école des conventions : celle de la paternité keynésienne de l'économie des conventions d'une part, et celle de l'inefficacité du système de prix à coordonner les actions des individus. L'enjeu de ces recherches porte donc à la fois sur un problème d'interprétation du fonctionnement du marché financier (tel que Keynes l'envisage), et plus généralement sur une critique de la théorie néoclassique des prix. L'originalité de Keynes par rapport au courant néoclassique est selon nous à rechercher dans le fait que les prix (le taux d'intérêt, le cours boursier, l'efficacité marginale du capital) sont le produit pur d'opinions en lieu et place des fondamentaux de l'économie (N. Piluso, 2007).

Bibliographie

Aglietta M. et Rebérioux A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

Berle A. et Means G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Brace and World, New York.

Cartelier J., 1995, *L'Economie de Keynes*, De Boeck Université, Paris.

Favereau O., 1985, « L'incertain dans la révolution keynésienne », *Economies et Sociétés*, Série PE n°3, mars, pp. 29-72.

Favereau O., 1988, « De l'économie conventionnelle à l'économie des conventions », *Cahiers d'Economie politique*, n°14-15, janvier, pp. 197-220.

Girard R., 1972, *La violence et le sacré*, Grasset, Paris.

Keynes J. M., 1936, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, traduction française, Payot, Paris, 1969.

Keynes J. M., 1936 (2), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, New York.

Keynes J. M., 1937, « The General Theory of Employment », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, republié dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, 1973, pp. 109-123.

Kaldor N., 1939, « Speculation and Economic Stability », *Review of Economic Studies* vol. VIII n°1, octobre, pp. 1-27.

Knight F., 1921, *Risk, Uncertainty and profit*, Houghton Mifflin Compagny, Boston.

Le Heron E., 2004, « Quelle économétrie ? La controverse Keynes – Tinbergen de 1939 », présentation aux 9^è Journées d'Études Keynésiennes de l'ADEK, Faculté Jean Monnet PARIS SUD (Sceaux).

Lordon F., 1997, *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel, Paris.

Moschetto B., 1998, *Mimétisme et marchés financiers*, Economica, Paris.

Orléan A., 1986, « Minétisme et anticipations rationnelles », *Recherche économique de Louvain*, vol. 52, n°1, mars, pp. 45-66.

Orléan A., 1988, « L'auto-référence dans la théorie de la spéculation », *Cahiers d'Economie Politique*, n° 14-15, janvier, pp. 229-242.

Orléan A., 1990, « Le rôle des influences interpersonnelles dans détermination des cours boursiers », *Revue Economique*, vol. 41, n°5, septembre, pp. 839-870.

Orléan A., 1992, « Contagion des opinions et fonctionnement des marchés », *Revue Economique*, vol.43, n°4, juillet, pp. 685-697.

Orléan A., 1994, *Analyse économique des conventions*, Presses Universitaires de France, Paris.

Orléan A., 1995, « Bayesian Interactions and Collective Dynamics of Opinion : Herd Behavior and Mimetic contagion », *Journal of Economic Behavior and Organization*, n°28, pp. 257-274.

Orléan A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Piluso N., 2006, *Chômage et marché financier*, Thèse de doctorat, Université de Paris X Nanterre.

Piluso N., 2007, « Le rôle de l'incertitude dans la théorie du chômage de Keynes », *Cahiers d'Economie Politique*, n°52, juillet, pp. 105-114.

Annexe

Présentation succincte d'un modèle-type d'A. Orléan

A. Orléan prend pour cadre un marché boursier peuplé de $2N$ intervenants, estimant la valeur d'un titre Z , pouvant prendre deux valeurs, V_1 et V_2 avec les probabilités respectives π_1 et π_2 .

Deux opinions partagent la communauté des intervenants, à savoir :

-l'opinion [1] selon laquelle la valeur du titre sera V_1

-l'opinion [2] selon laquelle la valeur du titre sera V_2

$n_1(t)$ est le nombre d'agents qui, à la période t , adoptent l'opinion [1]

$n_2(t)$ est le nombre d'agents qui adoptent l'opinion [2]

$n(t) \in [-N, N]$ est le nombre tel que

$$\left. \begin{array}{l} n(t) = n_1(t) - N \\ n(t) = -n_2(t) + N \end{array} \right\}$$

Lorsque $n(t)$ est positif, le nombre de ceux qui adhèrent à l'opinion [1] est plus grand que le nombre d'adhérents à l'opinion [2].

On peut dès poser que $x(t) = (n(t) / N) \in [-1, +1]$ représente l'opinion du marché. Le cours du titre $V(t)$ peut s'écrire :

$$V(t) = \frac{n_1(t)}{2N} V_1 + \frac{n_2(t)}{2N} V_2$$

A. Orléan démontre que

$$(1) V(t) = \frac{V_1 + V_2}{2} + x(t) \frac{V_1 - V_2}{2} = V_m + x(t) \frac{V_1 - V_2}{2}$$

Si les intervenants sont identiquement partagés entre les 2 opinions, alors $x(t) = 0$ et $V(t) = \frac{V_1 + V_2}{2}$

Autrement dit, lorsque les opinions sont diversifiées, la valeur du titre est égale, d'après Orléan, à la moyenne des signaux fondamentaux.

L'objet du modèle d'Orléan est précisément d'étudier la dynamique du cours du titre Z sur le marché, à savoir l'évolution de $V(t)$. V_1 , V_2 et V_m étant données, il faut rechercher les déterminants des variations de $x(t)$, variable représentative de l'opinion collective.

Orléan pose les probabilités de transition P_{12} et P_{21} et les définit comme suit :

P_{12} est la probabilité de passage de l'opinion [1] à l'opinion [2] ;

P_{21} est la probabilité de passage de l'opinion [2] à l'opinion [1].

Les variables déterminantes du cours boursier sont d'une part ce qu'il nomme le signal fondamental, information émanant de l'économie réelle, et l'opinion collective d'autre part (qui est en fait le cours boursier lui-même).

A ne retenir que le signal fondamental, variable aléatoire qui génère l'opinion [1] avec une probabilité π_1 et l'opinion [2] avec une probabilité π_2 ($= 1 - \pi_1$), les probabilités de transition seraient telles que :

$$\frac{P_{12}}{P_{21}} = \frac{\pi_1}{\pi_2}$$

Or, les agents peuvent également utiliser une autre information: l'état de l'opinion $x(t)$ donné par la valeur du cours $V(t)$. En effet,

$$V(t) = V_m + x(t) \frac{V_1 + V_2}{2}, \text{ donc } x(t) = \frac{V(t) - V_m}{\frac{V_1 + V_2}{2}}$$

De cette opinion de marché, il en déduit encore les fréquences d'opinion :

$$\begin{cases} f_1(t) = \frac{N + n(t)}{2N} = \frac{1 + x(t)}{2} \\ f_2(t) = \frac{N - n(t)}{2N} = \frac{1 - x(t)}{2} \end{cases}$$

Les intervenants du marché financiers intègrent cette information en révisant leur probabilité *a priori* P_a établie à partir des données extérieures fondamentales. Leur probabilité *a posteriori* P_p est une moyenne pondérée de la prévision fondamentaliste et de la fréquence d'opinion observée sur le marché. L'anticipation de l'agent sera plus ou moins mimétique selon qu'il accorde plus ou moins de poids au signal fondamental ou à l'opinion de marché. Si les lois de probabilité considérées sont normales, et si l'on note l et h les poids qu'accorde l'agent à l'observation de P_a et f respectivement, la révision bayésienne des anticipations peut prendre la forme suivante :

$$(2) P_p = \frac{h}{h+l} f + \frac{l}{h+l} P_a = \frac{h/l}{1+(h/l)} f + \frac{1}{1+(h/l)} P_a$$

D'après Orléan (1990), les pondérations se calculent à partir des valeurs de h et l , où h mesure la précision de l'observation f et l , celle de la probabilité *a priori* ; on remarque que cette formule ne dépend en fait que de la précision relative « h/l » des deux sources d'information. Cependant, h n'est pas, en dynamique, un paramètre mais

une variable. A. Orléan souligne que plus la polarisation sur une opinion est forte, plus le prix observé en t renseigne l'agent économique sur les mouvements futurs de l'opinion collective. L'auteur pose ainsi que:

$$(3) \quad h = h(x(t)) \text{ avec } h'(x) > 0$$

Par conséquent, l'état de l'opinion $x(t)$ influe la probabilité *a posteriori* à un double niveau :

-l'opérateur tient compte de la fréquence f qu'il déduit de l'observation du cours $V(t)$. Dans ces conditions, la probabilité de transition devient dépendante de $x(t)$. Plus $x(t)$ est fort, plus la probabilité de transition (d'une opinion à une autre) est élevée ;

-d'autre part, elle influe sur la probabilité révisée en affectant la pondération accordée au signal de la fréquence d'opinion.

Le processus décrit est celui d'une dynamique mimétique auto-renforçante, au travers de la quelle la polarisation sur une opinion s'accroît d'elle-même via l'augmentation de la pondération h et de la fréquence f . Autrement dit, une fois que le processus de contagion est enclenché, il se poursuit automatiquement jusqu'à ce que l'opinion soit unanime sur la valeur du titre à anticiper. Il y a déclenchement du processus mimétique dès lors que le degré de confiance relatif dans le signal extérieur diminue et atteint une valeur critique. Il existe alors une multiplicité d'équilibres potentiels, chacun d'entre eux étant caractérisés par un stade d'unanimité atteint sur une opinion particulière.

