

Compte-rendu de la conférence d'André Orléan (SES-ENS)

Réflexions sur la finance de marché et ses crises

Publié le : 29 octobre 2009

Le fil directeur de l'exposé d'André Orléan dans cette conférence est **la question de l'efficience**. En théorie de la finance, le problème central est en effet de savoir si les marchés conduisent à une allocation efficace du capital, ce que cherche à montrer la théorie standard de la finance. Cette question est également l'élément clé de compréhension des mécanismes des crises financières récurrentes.

Selon A. Orléan, il existe plusieurs lectures possibles de la crise financière dite des *subprimes*. Une première lecture ne remet pas en cause le fonctionnement du marché, toujours considéré comme efficient, mais attribue la crise à des causes exogènes ou à des accidents (un manque de régulation, de transparence, le laxisme des normes de crédit sous-jacentes aux crédits hypothécaires...), ou à une irrationalité collective. L'autre point de vue possible, celui que défend A. Orléan, met en cause le principe concurrentiel lui-même : il n'existerait pas sur les marchés d'actifs financiers de mécanismes de rééquilibrage en cas d'écart de prix. En d'autres termes, ces marchés ne sont pas de même nature que les marchés de biens ordinaires : ils induisent des comportements mimétiques et ont une tendance intrinsèque à l'instabilité sans laquelle le système financier n'aurait pu connaître des dérèglements aussi massifs [1]. Ainsi, la crise des *subprimes*, et les crises financières plus généralement, seraient le résultat logique du jeu de la concurrence financière.

Par ailleurs, la question de l'efficience intervient également à un autre niveau, celui des croyances financières. La constitution de la bulle de crédit de 2004-2007 serait aussi le produit de la « surconfiance » des acteurs de la finance dans l'efficacité d'un marché libéralisé et mondialisé, une surconfiance à l'origine de la multiplication rapide et sans précédent des innovations financières (par exemple les CDS). Cette confiance exagérée dans les nouveaux produits s'est trouvée légitimée conceptuellement par une théorie - la théorie néoclassique de l'efficience des marchés financiers - et idéologique-

ment par le prestige et la consécration des investisseurs qui s'enrichissaient sur ces marchés. Cette adhésion forte au modèle de base, partagée par les plus hauts responsables de la finance, Alan Greenspan, puis Ben Bernanke [2], a suscité un « aveuglement conceptuel » et a entretenu ce « faux sentiment de sécurité » qui a beaucoup joué dans le développement de la crise affirme A. Orléan.

Pour justifier cette lecture, A. Orléan propose de confronter les différents paradigmes permettant d'analyser le fonctionnement des marchés financiers [3] :

- La « finance de marché », qui désigne la théorie néoclassique de l'efficience des marchés.
- La « finance comportementale », qui propose un modèle alternatif à la finance de marché en s'appuyant sur la psychologie cognitive.
- La « finance conventionnaliste », qui est la voie explorée par A. Orléan en économie des conventions et se situe dans une perspective keynésienne.

Notes :

[1] Comme l'explique A. Orléan, « Sur un marché standard, l'augmentation du prix d'un actif engendre un accroissement de son rendement sous forme de plus-value, ce qui le rend plus attractif auprès des investisseurs. Une fois enclenché, ce processus produit de forts désordres puisque la hausse se nourrissant de la hausse, il s'ensuit une augmentation vertigineuse des prix, ce que l'on appelle une bulle. » (« Liquidité et fluidité excessives, à la racine de la crise », *Le Monde*, 16/09/09).

[2] Début 2007, A. Greenspan écrivait encore dans son livre *Le temps des turbulences* : « Nous avons affaire, non à une bulle, mais à une écume - de nombreuses petites bulles locales qui n'atteignent jamais une échelle suffisante pour menacer la santé de l'économie » (cité dans A. Orléan, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Editions Rue d'Ulm, Coll. CEPREMAP, 2009, p.38).

[3] A. Orléan a exposé ces trois paradigmes dans « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in Boyer R., Dehove M. et D. Plihon, *Les crises financières*, Paris, La Documentation Française, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, octobre 2004, Compléments A, pp.241-270.

I. La finance de marché.

Publié le : 30 octobre 2009

Orléan expose d'abord les hypothèses du corpus théorique de l'efficacité de marché [1].

- La nature du prix dans l'analyse néoclassique

L'approche néoclassique suppose qu'il existe une « valeur fondamentale » des prix des actifs, puisque l'efficacité est réalisée lorsque le prix du marché égalise cette « vraie » valeur, liée aux fondamentaux. Or, les actifs financiers étant par nature des droits sur des flux de revenus futurs, basés sur des anticipations, cette estimation juste du prix exige d'« objectiver le futur », c'est-à-dire de faire une « bonne » anticipation du futur sans faire intervenir de subjectivité. L'hypothèse fondamentale de la finance néoclassique et de sa théorie des prix est de penser qu'on peut représenter le futur de manière objectivement probabiliste, une idée qu'avait rejetée Keynes en son temps. Ainsi, la valeur fondamentale d'un titre financier (une action) est estimée à partir de la probabilité de son revenu futur (le dividende) : « Le prix de tout actif est l'espérance mathématique de ses paiements pour une distribution de probabilité unique » [2]. Et dès lors que les acteurs disposent de la même information et qu'ils sont rationnels, ils sont tous capables de former la meilleure anticipation (anticipation rationnelle). Sur un marché efficace, les signaux de prix donnent la bonne information et le prix des actifs est ramené vers sa valeur fondamentale en cas de déséquilibre. A. Orléan retient comme définition de l'« efficacité informationnelle » (il en existe plusieurs dans la théorie néoclassique) l'égalisation du prix de marché à cette valeur fondamentale à tout moment, car, lorsque le prix reflète la réalité économique, le marché est efficace dans l'allocation du capital (c'est l'« efficacité allocative »), ce qui est significatif du point de vue économique.

- Les différentes conceptions de l'efficacité informationnelle

L'efficacité informationnelle est la situation de marché telle que le prix observé reflète pleinement toutes les informations disponibles. La finance de marché définit de trois façons différentes l'hypothèse d'efficacité informationnelle (HEM) [3] et A. Orléan propose d'interpréter ces trois formes de la façon suivante :

1) Un marché est efficace si les prix sont conformes à la valeur intrinsèque des actifs (HEM1). Cette condition remonte à E. Fama (1965) chez qui est présente cette idée de valeur fondamentale [4]. Cette valeur intrinsèque correspond aux dividendes futurs escomptés. Cette définition pose le problème de l'« hypothèse jointe » (Fama) quand on la teste, car elle suppose qu'on connaisse la valeur fondamentale : on ne peut savoir si l'échec du test provient de l'inefficacité du marché (le prix n'égalise pas la valeur fondamentale) ou de la non validité du modèle de la valeur fondamentale. Cette difficulté a amené les économistes à formuler d'autres hypothèses pour définir l'efficacité informationnelle.

2) Les rendements des actifs financiers sont pratiquement non corrélés et imprévisibles statistiquement (idée de « marche aléatoire »). Seules les anomalies dans l'évolution des prix, les erreurs d'évaluation, sont prévisibles. Ce qui revient à dire que toute l'information pertinente a été prise en compte par les agents rationnels (HEM2, qui est déductible de HEM1, l'hypothèse la plus restrictive). L'avantage de cette définition est qu'on teste seulement la corrélation des rendements, sans avoir besoin de modèle de valeur fondamentale. A. Orléan souligne un point important : la non corrélation des rendements ne prouve absolument pas l'égalisation du prix à la valeur intrinsèque, donc l'efficacité des marchés.

3) Les marchés efficaces ne permettent pas à certains opérateurs de « battre le marché », les rendements anormaux sont le résultat d'une prise de risque excessive. C'est l'hypothèse d'égalisation des rendements (HEM3, qui est déductible de HEM2, l'hypothèse privilégiée actuellement dans la finance néoclassique).

Le cadre d'analyse néoclassique peut être résumé ainsi pour A. Orléan : il existe une valeur fondamentale objective VF (extérieure au marché) et des agents (i, j) qui essaient de l'estimer (VFi , VFj) ; si les acteurs sont rationnels et que le marché est concurrentiel, le prix de marché, qui est une moyenne de ces VFi , égalise alors VF.

- A quelles conditions obtient-on l'efficacité dans le modèle néoclassique ?

L'hypothèse d'efficacité des marchés est vérifiée dans trois situations relatives à la rationalité indivi-

duelle des agents intervenant sur les marchés financiers :

1) Tous les acteurs sont rationnels : chacun est capable d'anticiper la valeur fondamentale et donc d'évaluer correctement les prix des actifs. On est dans le cas de la rationalité dite « fondamentaliste ».

2) Il existe des acteurs non rationnels (i.e. qui échangent à des prix différents des valeurs fondamentales) non corrélés (i.e. dont les décisions sont indépendantes les unes des autres). Leur influence sur les prix reste limitée et ne remet pas en cause l'efficacité globale du marché, car leurs décisions se compensent mutuellement - certains anticipent au-dessus, d'autres au-dessous de la valeur - et l'effet sur le prix s'annule en fin de compte.

3) Il existe des acteurs irrationnels et corrélés. C'est une situation plus proche de la réalité du marché. Les transactions réalisées par ces opérateurs éloignent le prix de sa valeur fondamentale et déstabilisent le marché. Mais les décisions compensatoires des investisseurs rationnels, qui connaissent la valeur fondamentale et qui arbitrent parfaitement - en achetant les titres sous-évalués et en vendant les titres surévalués -, permettent de ramener le prix vers sa vraie valeur. L'irrationalité de certains agents se trouve donc neutralisée. De plus, les irrationnels finissent par disparaître car, comme l'a souligné M. Friedman, en achetant toujours quand le prix est élevé et en vendant toujours quand il est bas, ils perdent de l'argent à la longue.

- Le résultat théorique fondamental : l'efficacité des marchés

Ainsi, en cas de perturbation, les prix finissent toujours par converger vers leur valeur fondamentale. L'efficacité des marchés reste vérifiée même en présence d'investisseurs irrationnels, grâce à la conjugaison sur le marché de l'arbitrage des rationnels (décisions compensatoires) et de la loi de sélection (disparition des irrationnels). Par conséquent le marché alloue de manière efficace le capital, sans gaspillage. Les résultats de la finance néoclassique sont obtenus indépendamment de l'hypothèse de rationalité parfaite [5], ce qui permet à la finance néoclassique de répondre aux critiques de la finance comportementale qui met au coeur de sa réflexion l'irrationalité de certains comportements individuels face au risque [6].

Notes :

[1] Parmi les travaux de ce courant théorique, on pourra citer : R. Kast, A. Lapied, *Fondements microéconomiques de la théorie des marchés financiers*, Economica, coll. « Gestion », 1992. B.G. Malkiel, « The efficient market hypothesis and its critics », *Journal of Economic Perspectives*, vol.17, n°1, 2003, pp.59-82. S.A. Ross, *Neoclassical Finance*, Princeton University Press, 2004.

[2] R. Kast et A. Lapied, *Fondements microéconomiques de la théorie des marchés financiers*, Economica, 1992, p.137. Cité par A. Orléan dans « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », in *27 questions d'économie contemporaine*, sous la direction de P. Askenazy et D. Cohen, Albin Michel, 2008.

[3] La théorie néoclassique de la finance définit l'efficacité informationnelle au sens faible (hypothèse la moins restrictive : les prix reflètent seulement l'historique des cours), au sens semi-fort (les prix reflètent toute l'information publique disponible) et au sens fort (hypothèse la plus restrictive : les prix reflètent toute l'information disponible, à la fois publique et privée). Pour une présentation, voir par exemple Sandrine Lardic, Valérie Mignon, *L'efficacité informationnelle des marchés financiers*, La Découverte, Coll. Repères, 2006.

[4] E. Fama, « Random walks in stock market prices », *Financial Analysts Journal*, vol.2, n°5, sept-oct 1965, pp.55-59.

[5] « Non seulement la rationalité des investisseurs mais aussi les forces de marché elles-mêmes conduisent à l'efficacité des marchés financiers » (A. Schleifer, *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, 2000, p.5.).

[6] Néanmoins, dans les années 1980, la théorie des « bulles rationnelles » a montré, en appliquant l'hypothèse des anticipations rationnelles aux marchés financiers, que la rationalité fondamentaliste pouvait conduire à un écart persistant et grandissant entre le prix observé d'un titre et sa valeur fondamentale. Voir notamment les travaux de Jean Tirole et Olivier Blanchard : J. Tirole, « On the possibility of speculation and rational expectations », *Econometrica*, vol.50, n°5, pp.1163-1182 ; O.J. Blanchard, M.W. Watson, « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », *Annales de l'Insee*, n°54, pp.79-99.

II. La finance comportementale.

Publié le : 30 octobre 2009

Face au paradigme de la finance de marché, qui est largement dominant parmi les chercheurs en finance, la « finance comportementale » propose une analyse alternative qui introduit des facteurs psychologiques. A. Orléan définit la finance comportementale comme « le corps de doctrine issu de l'alliance de la théorie financière, en l'occurrence la *Noise Trader Approach*, et des recherches que la psychologie cognitive a consacrées aux heuristiques de décision ». Les économistes de ce courant théorique [1] contestent les hypothèses néoclassiques et centrent leur réflexion sur l'existence d'agents irrationnels corrélés sur les marchés financiers, les *noise traders* (littéralement ceux qui « jouent sur du bruit »), qui commettent des erreurs de jugement et d'appréciation de la réalité, nommés par la psychologie financière des *biais cognitifs* [2].

- Les hypothèses de la finance comportementale

La finance comportementale repose sur deux hypothèses fondamentales :

1) Les investisseurs ne sont pas tous rationnels : il existe des opérateurs *ignorants et corrélés*. Un grand nombre d'investisseurs vont suivre des conduites irrationnelles et dévier de la valeur fondamentale dans un sens identique. C'est le cas par exemple des « suiveurs de tendance » qui achètent lorsque les prix montent et vendent lorsque la tendance est à la baisse. Il correspond à la troisième situation étudiée par la finance néoclassique. L'hypothèse de corrélation des erreurs provient de la prise en compte de la psychologie de masse sur les marchés financiers.

2) L'arbitrage des agents rationnels est *limité* (ce qui est observable empiriquement) et donc *risqué*. C'est sur ce point que la finance comportementale se démarque de la finance de marché. Cette hypothèse découle du risque de prix : en cas de déviation du prix, on n'est jamais sûr que le prix retrouvera sa valeur fondamentale, ou qu'il le retrouvera dans un horizon proche. Le temps que mettra le prix pour revenir à sa valeur fondamentale est suffisamment long et aléatoire pour les arbitrages contre les écarts anormaux de prix soient risqués. L'approche comportementale introduit ici l'incertitude des anticipations dans le raisonnement. S'il existe des perturbations irrationnelles, les arbitrages rationnels seront

risqués et les décisions « compensatoires » ne seront donc pas systématiques.

Par exemple, en cas de hausse excessive du cours de certaines actions, l'arbitrage rationnel, qui consisterait à revendre les actions surévaluées, comporte un risque, car l'investisseur fondamentaliste est confronté à deux incertitudes : les titres sont-ils réellement surévalués (les performances futures des entreprises peuvent prouver le contraire) et combien de temps va durer la hausse des cours (la revente immédiate peut engendrer des pertes si l'écart de prix augmente encore) ? Ce fut le cas durant les années 1980 des actions japonaises, comme A. Shleifer, et L.H. Summers l'ont mis en évidence [3]. L'autre illustration du risque de l'arbitrage dans le court terme est la faillite du fonds d'investissement LTCM, un fonds typiquement rationnel au sens fondamentaliste [4].

- Un résultat théorique en contradiction avec l'analyse néoclassique

Cette approche admet toujours l'existence d'une valeur objective des actifs financiers, mais le résultat théorique du nouveau cadre conceptuel est en contradiction avec l'analyse néoclassique de la finance de marché : en raison de l'imperfection des arbitrages, le prix ne retrouve pas sa valeur fondamentale en cas de perturbations irrationnelles. De plus, la sélection n'élimine pas les investisseurs irrationnels comme l'affirme la théorie néoclassique, car les stratégies ignorantes, basées sur des erreurs dans les fondamentaux, peuvent aboutir à des rendements supérieurs à ceux obtenus par les stratégies rationnelles. Par conséquent, les marchés financiers ne sont pas efficaces.

- Une nouvelle forme de rationalité financière

Dans ce nouveau paradigme, la rationalité des agents sur les marchés change de nature : la rationalité financière n'est plus fondamentaliste comme en théorie néoclassique, mais « stratégique », selon les termes d'A. Orléan, car elle prend en considération l'opinion du marché (une idée déjà fortement présente chez Keynes). Cela signifie que l'investisseur rationnel [5] prend ses décisions en tenant compte des fondamentaux, mais également des croyances des irrationnels - les ignorants corrélés - intervenant sur les marchés. L'*insider* élabore des stratégies en fonction du comportement attendu des autres opérateurs et de leurs erreurs d'évaluation, cela afin de réaliser des plus-values. Il peut ainsi orienter le prix

du marché, à la hausse ou à la baisse, en s'appuyant sur la présence de « suiveurs » ou de « chasseurs de tendance » (*positive feedback traders*), des *outsiders* qui seront en quelque sorte manipulés par les stratégies rationnels. Du fait de cette présence d'ignorants corrélés et d'une croyance dans les prix, les interventions des rationnels peuvent dès lors être déstabilisatrices en renforçant une tendance, voire même en contribuant à la formation d'une bulle [6], et ainsi conduire à une inefficience. L'intérêt de ce cadre conceptuel est de donner une place à l'incertitude et aux croyances dans l'analyse (les rationnels tiennent compte de l'opinion générale du marché) et de montrer que les arbitrages conformes à la rationalité stratégique, ne sont pas forcément stabilisateurs et peuvent conduire à l'inefficience du marché. Le résultat intéressant est que la présence d'individus rationnels peut aller de pair avec l'instabilité des marchés.

Notes :

[1] La finance comportementale est une branche de l'« économie comportementale ». Les principaux économistes représentant ce courant sont B. De Long, A. Shleifer, L.H. Summers, R.J. Waldmann, R.J. Shiller. Voir par exemple :

B. De Long, A. Shleifer, L.H. Summers et R.J. Waldmann, « Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation », *The Journal of Finance*, n°45, juin 1990. A. Shleifer, *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, 2000. R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

[2] Daniel Kahneman, prix Nobel d'économie en 2002 et spécialiste en psychologie cognitive, a apporté les fondements psychologiques des travaux économiques en finance comportementale. Il a montré que des biais cognitifs étaient à l'origine des anomalies boursières (D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky (ed.), *Judgment under uncertainty : heuristics and biases*, Cambridge University Press, 1982. D. Kahneman, A. Tversky, « Judgment under uncertainty : Heuristics and biases », *Science*, vol.185, n°4157, 1974, pp. 1124-1131).

[3] A. Shleifer, L.H. Summers, « The noise trader approach to finance », *Journal of Economic Perspectives*, vol.4, n°2, pp.19-33.

[4] Le fonds repère une anomalie dans les écarts de prix et arbitre contre cela, en utilisant l'effet de levier.

[5] Cet investisseur rationnel est appelé « *smart money* » dans la *Noise Trader Approach*.

[6] B. De Long, A. Shleifer, L.H. Summers, R.J. Waldmann, « Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation », *Journal of Finance*, vol.45, n°2, juin 1990, pp.379-395. A. Orléan présente l'exemple étudié par les auteurs de cet article : « La rationalité stratégique conduit l'investisseur à faire en sorte que le prix de la période 1 s'écarte de la valeur fondamentale de façon à faire naître une tendance haussière conduisant, à la période 2, les chasseurs de tendance à acheter massivement. Il s'ensuit un prix de la période 2 encore plus éloigné de la valeur fondamentale. C'est le moment idéal pour vendre, y compris à découvert, ce que font les rationnels, juste avant le « krach » de la période 3 qui voit les chasseurs de tendance essayer de lourdes pertes », lorsque le prix revient à sa valeur fondamentale (A. Orléan, « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in Boyer R., Dehove M. et D. Plihon, *Les crises financières*, Paris, La Documentation Française, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, octobre 2004, Compléments A, p.252).

* * *

III. La finance conventionnaliste.

Publié le : 30 octobre 2009

La troisième voie explorée par André Orléan dans la « finance conventionnaliste », très minoritaire dans les recherches contemporaines, part d'une double critique théorique, à l'égard de la finance néoclassique et à l'égard de la finance comportementale.

- Une double critique

1) L'erreur théorique de la finance de marché est de considérer qu'il existe une valeur objective pour un actif financier, la valeur fondamentale ou intrinsèque. A. Orléan pense au contraire qu'il n'existe que des valeurs subjectives, choisies à un moment par les acteurs du marché. Dans la réalité, les investisseurs financiers ne cherchent pas à connaître la « vraie » valeur de l'actif, mais à réaliser des profits

en essayant de prévoir comment le marché va évoluer. Le prix futur est en réalité la représentation de l'opinion collective qui prévaut sur le marché. Il en découle que la rationalité ne peut pas être fondamentaliste. Les acteurs peuvent être rationnels, mais pas leurs anticipations.

2) La finance comportementale propose une analyse purement conceptuelle et ses résultats théoriques sont trop dépendants de l'hypothèse de la présence d'ignorants corrélés. Comment justifier cette présence ? Pourquoi y a-t-il des rationnels et des irrationnels ? Pourquoi les ignorants se conforment-ils au même biais ? La théorie financière (la *Noise Trader Approach*) n'est pas en mesure d'apporter une réponse : elle a besoin de la psychologie cognitive pour justifier empiriquement la corrélation des ignorants. La corrélation des irrationnels est liée à des biais cognitifs (aversion à la perte, biais de surconfiance, suivisme, etc.), c'est donc un fait psychologique. Selon A. Orléan, les hypothèses formulées par la finance comportementale sont *ad hoc* et tout problème théorique peut alors être résolu par la mise en avant d'un biais cognitif.

La thèse défendue par André Orléan est la suivante : le mimétisme des comportements et les phénomènes de contagion sur les marchés financiers ne sont pas une manifestation de l'irrationalité ou de l'ignorance ; c'est au contraire la pleine rationalité des acteurs qui produit les bulles et l'instabilité sur les marchés financiers. L'instabilité vient en réalité des mécanismes du marché. A. Orléan estime qu'en général, les acteurs financiers sont rationnels, au sens où ils sont « adaptés à leur milieu ».

- L'apport de l'économie expérimentale

Les résultats de l'économie expérimentale en matière de marchés financiers [1] apportent une preuve à l'idée que des comportements rationnels sur les marchés financiers conduisent à la formation de bulles et de krachs, donc à une instabilité du marché, même dans des conditions très favorables. L'économie expérimentale teste des situations où des acteurs ont à arbitrer entre de la monnaie et un titre, dans un cadre où ils connaissent la valeur fondamentale du titre (les joueurs savent que le titre vaut 100 et qu'il sera racheté 100 à la fin du jeu). Il n'y a donc pas de comportements « irrationnels » puisque les joueurs sont parfaitement informés de la « vraie » valeur de l'action. Dans ces expérimentations, on observe systématiquement que le prix fait une bulle (hausse rapide, plafonnement, puis chute

verticale à la fin du jeu), ce qui démontre qu'on peut créer un mouvement haussier avec des acteurs non ignorants, tous pleinement rationnels, cherchant à faire du profit. C'est le point de vue d'A. Orléan, et ni le cadre de l'efficience, ni l'approche comportementale, ne permettent de comprendre ces résultats [2].

Dès lors, comment comprendre théoriquement la coexistence de comportements mimétiques et de la rationalité des agents ? Grâce à l'« hypothèse autoréférentielle » affirme A. Orléan [3].

- L'hypothèse autoréférentielle

L'approche conventionnaliste avance l'idée que, dans un contexte d'incertitude, les investisseurs raisonnent tous de la même façon et que seule l'imitation est rationnelle si l'acteur veut maximiser son gain. Ils prennent leurs décisions sur la base d'une certaine représentation du marché et des opinions d'autrui : ils achètent ou vendent en fonction de leurs anticipations sur les prix futurs, ces anticipations étant formées à partir des croyances sur l'évolution du marché (le marché va-t-il être baissier ou haussier ?).

Cette forme de rationalité des opérateurs, qu'A. Orléan a qualifiée d'« autoréférentielle » [4], est tournée exclusivement vers l'opinion des autres, et non vers la valeur fondamentale. Elle est complètement déconnectée des « fondamentaux », des perspectives de croissance réelles. Elle consiste à deviner ce que les autres vont penser, ce que sera l'opinion du marché, pour tirer profit de la baisse ou de la hausse attendue. Elle conduit au mécanisme d'autovalidation des croyances : les investisseurs vendent lorsqu'ils pensent que les autres opérateurs du marché vont vendre, ils achètent s'ils estiment que les autres vont acheter. Ils déterminent leur stratégie en fonction de ce qu'ils pensent des estimations des autres intervenants, même si ces estimations leur paraissent erronées. Par exemple, ils vendent car ils pensent que les autres vont vendre, même s'ils savent que le titre est sous-évalué. Dans ce jeu, celui où l'on cherche à faire du profit sur le marché, celui qui gagne le plus est celui qui a le mieux prévu l'opinion moyenne du marché.

A. Orléan revendique la filiation de la finance conventionnaliste avec l'analyse keynésienne des marchés financiers dans le Livre IV de la *Théorie Générale*. Il rappelle que Keynes avait parfaitement compris cette idée de rationalité autoréférentielle,

ainsi que l'illustre sa métaphore du « concours de beauté » pour décrire le fonctionnement des marchés boursiers : le gagnant du concours n'est pas celui qui a les meilleurs goûts, mais celui qui est parvenu à deviner quelles seraient les photos les plus souvent choisies, donc celui qui a la meilleure représentation de l'opinion collective, qui sait prévoir les tendances [5].

Dans la finance conventionnaliste, le prix futur d'un actif n'est pas probabilisable : il n'est pas lié à la valeur fondamentale d'un actif, il est seulement le reflet de l'opinion dominante, des croyances des opérateurs du marché. Le marché est en quelque sorte autonomisé : c'est « une machine à produire des croyances et des prix ». Il ne comporte pas de mécanisme autorégulateur, mais un mécanisme d'autovalidation des croyances qui conduit à de l'instabilité. Dans ce cadre théorique, il est possible de penser l'inefficience des marchés financiers sur la base de la pleine rationalité des acteurs.

- Comment les acteurs se coordonnent sur les marchés financiers ?

On peut alors se demander comment s'établissent ces croyances qui permettent de former les anticipations sur le marché. Pourquoi, par exemple, à un moment donné, l'hypothèse haussière va se trouver privilégiée dans les croyances sur l'évolution des prix ? La solution pour A. Orléan est dans les jeux de coordination et le concept de « saillance » [6]. Les jeux de coordination montrent que les acteurs se coordonnent très bien, sans se concerter, car ils cherchent ce qui, aux yeux du groupe, va apparaître comme saillant. Les marchés financiers fonctionnent aussi à la saillance. Le concept de saillance désigne une « convention d'évaluation » qui s'impose sur le marché, c'est l'interprétation des fondamentaux la plus légitime pour un grand nombre d'opérateurs du marché à un moment donné. Les « prix saillants » s'établissent relativement au contexte institutionnel qui va faire prévaloir certaines interprétations. En effet, A. Orléan estime que les croyances sont institutionnalisées : ce sont les journaux, les agences de notations, les analyses des responsables des institutions financières, etc. qui forment l'opinion collective sur l'évolution du marché. Cette explication nous renvoie à la dimension sociologique de la finance.

Pour conclure sur cette conférence, nous pouvons retenir les idées suivantes :

- Les trois paradigmes présentés ont chacun une conception différente de la rationalité : fondamentaliste, stratégique ou autoréférentielle.

- La faiblesse théorique du paradigme de l'efficience est de supposer l'existence d'une valeur fondamentale objective connue de tous les acteurs ; celle de la finance comportementale est d'accorder trop d'importance à l'hypothèse d'ignorants corrélés.

- L'hypothèse autoréférentielle de l'approche conventionnaliste permet d'expliquer la coordination des agents sur les marchés sans faire référence à une valeur fondamentale objective, mais comme le résultat d'un processus de convergence mimétique des croyances.

- Les croyances jouent un rôle crucial dans l'explication des bulles et les crises financières dans l'analyse proposée par A. Orléan. Les marchés financiers ont une tendance à l'instabilité, ils amplifient les écarts de prix, cela malgré la pleine rationalité des agents.

« L'intérêt de l'approche autoréférentielle tient précisément à sa capacité à penser la synchronisation des opinions comme conséquence rationnelle des règles financières, alors que d'ordinaire on y voit une manifestation d'irrationalité de la foule spéculative » [7].

Notes :

[1] Vernon Smith (prix Nobel 2002, en même temps que Daniel Kahneman) est l'un des initiateurs des jeux expérimentaux destinés à tester, dans des conditions de laboratoire, les comportements sur les marchés d'actifs et à étudier la formation des prix sur ces marchés (V. Smith, G. Suchanek et A. Williams, « Bubbles, crashes, and endogeneous expectations in experimental spot asset markets », *Econometrica*, 1988, pp.1119-1151).

[2] La théorie des « bulles rationnelles » montre aussi que des décisions d'agents rationnels peuvent contribuer à la formation de bulles. Mais ce résultat est obtenu à partir de l'hypothèse d'anticipations rationnelles et toujours en référence à une valeur fondamentale, ce qui pose encore le problème de l'identification de cette valeur intrinsèque, comme dans le modèle de l'efficience. L'analyse d'A. Orléan rejette au contraire l'idée de rationalité fondamentaliste et d'anticipations rationnelles. Il pré-

fère parler d'« anticipations mimétiques rationnelles » (A. Orléan, « Mimétisme et anticipations rationnelles : une perspective keynésienne », *Recherches Economiques de Louvain*, vol.52, n°1, mars 1986, pp.45-66 ; « Comportements mimétiques et diversité des opinions sur les marchés financiers », in Artus P. et H. Bourguinat (éds.), *Théorie économique et crises des marchés financiers*, Economica, 1989, pp.45-65).

[3] *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 1999.

[4] *Le pouvoir de la finance*, op. cité.

[5] J.M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936. L'image du concours de beauté illustre cette idée que Keynes formule un peu plus haut :

« Peut-être a-t-on supposé que la concurrence entre les professionnels compétents, doués d'un jugement plus sûr et de connaissances plus étendues que la moyenne des capitalistes privés, corrigerait les fantaisies des individus ignorants livrés à leurs propres lumières. Or il se trouve que l'activité et l'habileté des spéculateurs professionnels et des spécialistes du placement s'emploient surtout ailleurs. En fait, la plupart d'entre eux se soucient beaucoup moins de faire à long terme des prévisions serrées du rendement escompté d'un investissement au cours de son existence entière que de deviner peu de temps avant le grand public les changements futurs de la base conventionnelle d'évaluation. Ils se préoccupent non de la valeur réelle d'un investissement pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, mais de la valeur que, sous l'influence de la psychologie collective, le marché lui attribuera trois mois ou un an plus tard » (Livre IV, Chapitre XII « L'état de la prévision à long terme »).

[6] J. Mehta, C. Starmer, R. Sugden, « The nature of salience : An experimental investigation of pure coordination games », *American Economic Review*, vol. 84, n°3, juin 1994, p.658-673.

[7] A. Orléan, « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », in Philippe Askenazy et Daniel Cohen (ed.), *Vingt sept questions d'économie contemporaine*, Albin Michel, 2008, p.85.