

LA SPÉCULATION SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS : UN PHÉNOMÈNE MONÉTAIRE ?

BRUNO VERSAEVEL *

Dans sa *Brève Histoire de l'Euphorie Financière*, Galbraith (1992) s'appuie sur les grands classiques historiques du genre pour arriver à la conclusion selon laquelle « (...) inhérente à l'épisode spéculatif, il y a l'euphorie, la fuite collective hors du réel, qui exclut toute considération sérieuse de la vraie nature des événements en cours »¹. Cette vision de la spéculation comme moment d'égarement est le fruit plus que séculaire de ce que certains économistes n'hésitent pas à appeler la « vieille » théorie afin d'en souligner l'archaïsme². Les économistes de la première moitié du XIX^e siècle abordent déjà la question en ces termes. La responsabilité ultime de l'instabilité financière est identifiée dans la passion épidémique du jeu de hasard, dont l'origine est à trouver dans la propension universelle des individus à surestimer la probabilité la plus subjective des événements en leur faveur. Depuis, la spéculation a fait l'objet de quantité de recherches. Aujourd'hui, le spéculateur est décrit tantôt comme celui qui s'égaré dans l'aveuglement de la grégarité financière, tantôt comme l'initié tirant les ficelles du marché. Parmi l'ensemble des conclusions ramassées dans la littérature, il est alors intéressant d'examiner celle qui consiste à affirmer que les bulles spéculatives restent le construit d'un comportement individuel rationnel en situation d'incertitude généralisée. Pour ce faire, l'argumentation sera construite en deux temps. Le premier est une tentative de mise au jour des conditions d'émergence inscrites au marché primaire de bulles spéculati-

255

* Groupe ESC Lyon - Département Economie.

L'auteur bénéficie d'une bourse Lavoisier à l'Institut Universitaire Européen de Florence pour l'année 1993-94. Il est particulièrement reconnaissant envers P.-Y. Gomez, J.-F. Goux, R. Sandretto et M. Vatié pour leurs remarques et critiques portant sur une version antérieure de cet article.

1 J.K. GALBRAITH, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil : Paris, 1992, (p.19).

2 M. DARDI e M. GALLEGATI, « Alfred Marshall e la Speculazione: Fra "Vecchia" e "Nuova" Teoria ». Quaderni di Storia dell'Economia Politica, VII, 1, 1989, pp. 37-54.

ves observées sur le marché secondaire des actions. Le second temps est une interprétation du phénomène fondée sur un cadre d'analyse synchronique des relations monétaires.

I - Déséquilibre de l'offre et de la demande sur le marché primaire

La spéculation, dit Kaldor (1939) peut être strictement définie comme « l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, là où le mobile d'une telle action est l'anticipation d'un changement des prix en vigueur, et non un avantage résultant de leur emploi, ou une transformation ou un transfert d'un marché à un autre. »³ Sur le marché du capital, diverses « marchandises » peuvent faire l'objet d'une médiation entre offre et demande. Ce sont ce qu'il est généralement convenu d'appeler des actifs financiers. Ce sont aussi des titres financiers. Cette distinction anodine à la première lecture, parce que commune, va pourtant ordonner notre propos qui la radicalisera.

1. L'actif

Considérons un marché efficient du capital. C'est le lieu de confrontation d'une offre et d'une demande d'épargne. L'hypothèse d'efficience y est forte, c'est-à-dire que tous les agents disposent d'une même information - totale, gratuite et accessible à tous - concernant les technologies utilisables, les ressources disponibles, les préférences des consommateurs pour les biens et services que l'épargne faisant l'objet d'une offre et d'une demande est susceptible d'engendrer une fois investie. Une définition qu'un juriste qualifierait de « bien assise » pour souligner l'autorité de sa source, et à laquelle il sera fait plusieurs fois référence par la suite, est la suivante :

« A capital market is said to be (informationally) efficient if it utilizes all of the available information in setting the prices of assets. This definition is purposely vague and it is designed more to capture an intuition than to state a formal mathematical result. The basic intuition of efficient markets is that individual traders process the information that is available to them and take positions in assets in response to their information as well as to their personal situations and in that sense it "reflects" the available information. »⁴

Le terme anglais « *asset* », traduit en français par le terme « actif », est un

³ N. KALDOR, Economie et Instabilité, *Economica*, 1987, (p. 49), traduit de N. KALDOR, « Speculation and Economic Activity », *Review of Economic Studies*, VII, october, 1939, pp. 1-27.

⁴ A. ROSS, *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, London, Mac Millan Press, 4 volumes, 1987, (p. 323). Nous soulignons.

instrument de médiation entre offre et demande d'un capital à la fois épargné et à investir. Celui-ci peut prendre différentes formes inscrites au passif du demandeur de capital et à l'actif de l'offreur à l'issue de la transaction. Différentes catégories d'actifs peuvent faire l'objet d'une spéculation. D'après *Kaldor* (1939) :

*« Dans la réalité on rencontre seulement deux catégories d'actifs qui satisfont aux conditions nécessaires à une spéculation à grande échelle. La première est composée de certaines matières premières, échangées sur des bourses spécialisées. La seconde est composée de créances à termes normalisées ou de titres de propriété, c'est-à-dire d'obligations et d'actions. Il est évident aussi que la seconde se prête beaucoup mieux à des fins de spéculation que la première. »*⁵

Concentrons-nous sur le marché des actions. Il importe de justifier ce choix en revenant sur la distinction faite par l'auteur entre obligations et actions. Dans un ouvrage de référence sur la globalisation financière, *Aglietta, Brenderet Coudert* (1990) observent que les marchés de droits de propriété ne sont pas des marchés de droits de créances, tout simplement parce que les droits de propriété ne sont pas soumis à des engagements de remboursement à une date donnée et à un prix convenu à l'avance. Leur durée est indéfinie et laisse par conséquent parfaitement dégagée la perspective d'achat (ou de vente) des droits en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure jamais arrêtée.

257

Les actions, en particulier, sont concurrentes des obligations pour le financement des immobilisations des entreprises grâce aux émissions sur le marché primaire. Ces actions font alors l'objet d'une évaluation dont la technique est décrite dans tout manuel de théorie financière comme suit. Soit p_t le prix d'un actif et d_t le dividende qu'il sert en t . Si r est le taux d'intérêt - que l'on suppose constant pour simplifier - et si les prix et dividendes sur toute la durée de vie de l'actif sont connus, alors on trouve pour valeur de l'actif en t la solution suivante :

$$V_t = d_t + d_{t+1}/(1+r) + d_{t+2}/(1+r)^2 + d_{t+3}/(1+r)^3 + d_{t+4}/(1+r)^4 + \dots$$

Observons tout d'abord que la valeur de l'actif V_t n'est obtenue qu'au prix de deux hypothèses lourdes inscrites dans celle d'efficience dont est partie l'analyse. La première consiste à poser les dividendes de l'actif comme connus sur toute sa durée de vie, comme s'ils appartenaient au passé. Cette durée de vie n'est pas définie, mais seulement représentée par des points de suspension, en vertu d'une seconde hypothèse selon laquelle l'horizon du futur, parce qu'il est unique, n'a aucune influence qualitative (c'est-à-dire autre que le seul ajout d'un terme actualisé à

⁵ N. KALDOR, op. cit., p. 52.

l'équation) sur l'évaluation de l'actif. Il n'y a donc plus lieu de distinguer court et long terme.

Pour comprendre, il suffit d'observer que ces hypothèses sont le produit d'une conception du temps discutable et d'ailleurs largement combattue. Il est même possible d'affirmer, en prenant pour garantie la littérature spécialisée en la matière, qu'il existe un consensus autour de la proposition selon laquelle la multiplicité du futur s'oppose à l'unicité du passé. Dans tout ouvrage consacré au temps, il est expliqué que le mot « passé » peut désigner différentes significations, à savoir aussi bien les faits objectifs, la connaissance plus ou moins complète que l'on en a ou l'interprétation que l'on en donne. De la même façon, il est envisageable de nommer « futur » l'ensemble des faits qui seront constatés, l'inventaire des possibles incompatibles, ou les prévisions qui les concernent. Clairement, il existe quatre combinaisons entre passé (unique ou multiple) et futur (unique ou multiple)⁶. Considérons-en deux. Si l'on admet que le futur et le passé ont le même caractère d'unicité, ce qui est le cas dans la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, alors on se projette *in fine*, considérant le futur depuis l'horizon qui le décrit. Effectivement, *a posteriori*, il est indiscutable qu'un seul futur aura eu lieu, versé alors du côté du passé. En revanche, si l'agent est placé dans le présent de l'évaluation, et s'il s'oblige à y rester sans céder à la tentation de la projection au bout de l'horizon temporel considéré, alors on peut parler d'une réalité future, mais pas de la réalité future. Mais rien n'empêche de parler de la réalité du passé sous la condition d'une connaissance ou d'un souvenir parfaits.

Les hypothèses sous-jacentes de l'évaluation d'un actif financier telle que représentée habituellement dans les manuels de théorie financière standard sont réductrices. Elles associent dans l'objectivité (les prix et dividendes sont des données) et dans un temps homogène (la durée d'un futur unique n'est pas définie) deux types de logiques de comportement. L'une consiste à offrir sur le marché un actif financier à un prix correspondant à l'ensemble de ce que rapportera à son propriétaire son exploitation à venir. Elle est adoptée par l'émetteur. L'autre revient à demander sur ce marché un actif financier dont le prix est fonction de l'anticipation par l'éventuel acquéreur de ce que pourra rapporter l'actif sur la seule durée de détention. Elle est adoptée par le souscripteur.

Autrement dit, du côté de l'offre l'immobilisation qui neutralise ou fige la fonction de moyen de paiement de la monnaie prêtée permet au débiteur d'extraire la valeur ajoutée de sa combinaison des facteurs de production et de la réaliser avant d'éteindre sa dette à long terme. C'est la

⁶ Voir à ce sujet les pages 25-6 de l'ouvrage très stimulant de M. VATE, *Le temps de la décision*, P.U.L., 1976, 115 p.

logique de l'entrepreneur. Du côté de la demande, la disponibilité à leur valeur nominale des actifs épargnés préserve les intérêts du créancier qui y voit la possibilité de retrouver la fonction de moyen de paiement de la contrepartie monétaire de l'actif à court terme. C'est la logique de l'épargnant. Remarquons qu'il n'est pas ici question d'expliquer par des relations causales le comportement attribué aux deux agents. Il ne sera expliqué ni pourquoi ni comment l'entrepreneur et l'épargnant divergent dans les attitudes sous-jacentes de leurs comportements respectifs, dans leurs « *personal situations* » évoquées dans la définition de l'efficience de marché reproduite ci-dessus. C'est d'une explication moins ambitieuse, par fonctions, dont il est question ici : celle de l'agent ayant des besoins de financement en vue d'une exploitation d'actifs qu'il conservera à long terme ; et celle de l'agent qui, disposant de capacités de financement, souhaite faire fructifier son épargne par l'acquisition momentanée d'actifs dont il se dessaisira à un moment fixé par lui sur son cycle de vie. Tout se passe comme si les deux agents, posés comme idéaux-types, décrivaient les sous-ensembles d'une totalité sociale réduite à ces deux catégories.⁷

Il est ici utile de grossir le trait afin de bien comprendre en quoi il s'agit de deux logiques opposées à partir desquelles peuvent être décrits ce que l'on appellera, dans la tradition keynésienne, le comportement d'entreprise et le comportement de spéculation, et que certains auteurs - en particulier *Orlean* (1986, 1988, 1989) - évoquent largement.⁸

259

(i) - offre de l'action : le comportement d'entreprise

L'évaluation d'un actif financier émis par l'entrepreneur aboutit au calcul d'une série de recettes sur l'ensemble de la durée de vie de l'actif. C'est la détermination du « prix d'offre », apprécié par la somme actualisée au taux r_1 du rendement du capital de tous les *dividendes* anticipés (²) issus de l'exploitation de l'entreprise émettrice de l'actif selon la règle :

$$V_t = d_t + d_{t+1}/(1+r_1) + \dots + d_{t+n}/(1+r_1)^n \quad (1)$$

Le temps est présent, dans cette équation, de par la récurrence des dividendes actualisés. C'est un temps rétrospectif, puisque tout se passe comme si la valeur obtenue provenait de situations antérieurement observées. L'actif n'est évalué que dans sa capacité à être exploité de façon à extraire une valeur ajoutée dont sont issus les dividendes. « *Tout actif est détenu pour son rendement ; s'il n'était pas rentable de le détenir, ce ne serait pas un actif* », dit *Hicks* (1988)⁹. C'est une évaluation objective, qui

⁷ D'après *ORLEAN* (1988), cette opposition ne doit pas être interprétée en termes d'inclinaisons personnelles. Autrement dit, elle ne décrit pas des relations statiques s'établissant entre deux groupes a priori identifiables. C'est pourquoi nous nous attachons à la seule explication fonctionnelle.

⁸ Sur le marché primaire les professionnels distinguent l'émetteur du souscripteur.

⁹ *J. HICKS*, La crise de l'économie keynésienne, *Fayard*, 1988, 167 p., (p.81).

consiste en une somme de dividendes qu'un actionnaire virtuel détenteur de l'actif sur toute la durée de vie de l'entreprise se verrait verser, actualisée par le taux de l'intérêt observé sur la période¹⁰. Le point de vue de cet actionnaire, que l'entrepreneur emprunte dans son calcul, est placé à la toute fin de cette durée de vie, comme s'il regardait en arrière le chemin parcouru depuis l'émission de l'actif. L'agent évaluateur se laisse tirer par un repère fixé dans l'avenir qu'il a lui-même projeté, ce que Dupuy (1989) appelle un « *bootstrapping* ». ¹¹

(ii) - demande de l'action : le comportement de spéculation

L'évaluation d'un actif financier à acquérir par l'épargnant, qui n'a pas pour mobile d'exploiter l'actif durant sa vie entière, mais qui envisage de le revendre à terme, aboutit au « prix de demande »¹². Il est obtenu par la somme des *prix* anticipés (*) sur le marché, dans des conditions d'information identiques à celles décrites au paragraphe précédent, escomptés au taux r_2 de l'intérêt courant selon la règle :

$$V_t = d_t + p_t^a / (1+r_2) + \dots + p_{t+n}^a / (1+r_2)^n \quad (2)$$

Cette évaluation a lieu au tout début de la durée de vie de l'entreprise restant à courir au moment t de l'achat de l'actif. Il ne s'agit plus d'une somme actualisée de dividendes que l'activité de l'entreprise a permis de dégager de la valeur ajoutée réalisée sur un marché pendant une durée connue, mais bien d'une anticipation du *prix* de l'actif sur sa durée de vie, compte tenu du taux d'intérêt ayant effectivement cours au moment de l'évaluation. Ce prix n'intervient dans l'équation qu'en $t+1$, ce qui est cohérent avec le fait que l'évaluation ait lieu à l'instant initial t sur le marché primaire, seulement en vue de sa cotation au-delà de t sur un marché secondaire où, par définition, il y aura rachat et revente.

En reprenant les termes de la métaphore de l'actionnaire adoptée dans le cas de la logique de l'entrepreneur, il apparaît que cette évaluation correspond au point de vue de l'éventuel actionnaire dont le choix d'investissement est encore à faire, placé avant que l'activité de l'entreprise ne lui permette de confirmer ou d'infirmer son anticipation.

Cette évaluation sous-entend la possibilité de revendre l'actif avant qu'il n'ait atteint la fin de sa vie. L'épargnant se réserve le choix de ne pas

¹⁰ n appartient à \mathbb{N}^* .

¹¹ J.-P. DUPUY, « Convention et Common knowledge », Revue économique, N°2, mars, 1989, pp. 361-400, (p.365).

¹² Les expressions « prix d'offre » et « prix de demande » sont, dans ce contexte, empruntées à KEYNES (1936) telles qu'apparaissent chez LEONARD (1985) qui, revenant sur les définitions en les explicitant, décrit le *prix de demande* comme la somme des rendements futurs escomptés au taux de l'intérêt courant (valeur de marché) et le *prix d'offre* comme le coût de remplacement, apprécié par la somme des rendements prospectifs de l'équipement, escomptés par le taux de rendement net anticipé. Voir J. LEONARD, « Minsky entre Keynes et Hayek : une autre lecture de la crise », Economies et Sociétés, Série Monnaie et Production, N°2, 1985, pp. 117-144.

considérer la seule somme des dividendes actualisés sur toute la durée de vie de l'actif. Il ne devient pas propriétaire de l'actif en vue d'une quelconque exploitation, au sens gestionnaire, susceptible d'en extraire une valeur ajoutée dont pourraient être déduits des dividendes accrus. Il ne conserve l'actif que dans la mesure où est préservée la fonction de moyen de paiement à hauteur du prix anticipé au moment de la revente. Si l'on continue à se référer à la définition de la spéculation avancée par *Kaldor* (1939), alors le comportement de l'épargnant peut être lui aussi qualifié de spéculatif. Ce terme est cohérent avec la position de *Hicks* (1991) d'après lequel « les spéculateurs peuvent spéculer à très court terme, (...) c'est toujours néanmoins l'avenir qu'ils envisagent, un avenir qui est toujours à une certaine distance de l'instant présent. »¹³

Dans l'équation (2), le temps est encore introduit par la récurrence de dividendes actualisés, mais au lieu d'être rétrospectif, il est orienté du présent vers le futur. Il n'est plus le temps mathématique continu et homogène de la mécanique classique dont on aurait extrait une série de dates privilégiées $t, t+1, t+2$ etc., support de la datation des versements de dividendes, comme dans l'équation (1)¹⁴. Cette distinction entre temps objectif et temps subjectif exige quelque attention, précisément parce que, comme le souligne très à propos *Serres* (1981), « il n'est pas aisé de comprendre cette coexistence, que nous soyons plongés dans deux temps différents jusqu'au contradictoire. »¹⁵ L'articulation du titre à l'actif va permettre de mettre en lumière la négociation sur le marché primaire comme rencontre des deux conceptions du temps correspondantes.

261

2. Le titre

Un actif financier prend la forme d'un titre. Nous proposons de tenter de creuser cette précision de vocabulaire, largement adoptée, en la radicalisant. Précisément, l'objet de cette partie consiste à affirmer à la fois l'irréductibilité et l'indissociabilité des termes.

La distinction explicite entre actif et titre est trop rare dans la littérature pour ne pas être développée dans une réflexion sur la spéculation. Jusqu'ici, nous avons usé du terme « actif » financier (traduction française du terme anglais « *asset* » issu de la définition d'efficience dont est partie notre analyse) dans son acception la plus générale de bien de nature financière inscrit à l'actif d'une entreprise. Mais défini ainsi, il y a abus de

¹³ J. HICKS, Monnaie et Marché, *Economica*, 1991, (p. 72).

¹⁴ Au sens de VATE (1976), c'est le temps économique : « Dans un cas, l'événement est seulement repéré dans le temps ; dans l'autre, c'est le temps qui est repéré dans la formation de l'événement », in, M. VATE, op. cit., (p.18).

¹⁵ M. SERRES, « Espace et temps », *Ch. 1*, in, M. SERRES et alii, Sur l'aménagement du temps, Denoël/Gontbier, 1981, 278 p., (p.24).

langage, dans le sens où ce qui est désigné par « actif » dans la littérature renvoie parfois en fait à un « titre » correspondant, et réciproquement. Par exemple (caricatural), l'adaptation française du célèbre manuel de BEGG, Dornbusch et Fischer (1989) nous apprend qu'un actif financier est « un morceau de papier donnant droit à son détenteur à un flux spécifié d'intérêts pendant une période déterminée. » Il y est dit aussi que « les actifs sont fréquemment échangés entre individus avant la date à laquelle l'émetteur initial est tenu de racheter le morceau de papier à un prix spécifié » et que « les actions sont un actif risqué qui n'est pas très liquide. »¹⁶ Il n'y a là rien d'exceptionnel. Trop souvent, en raison de la grande variabilité des dénominations en économie financière, y compris parmi les auteurs les plus reconnus, la confusion des termes est latente au moins à l'endroit du lecteur. Pour s'en convaincre, il suffit par exemple de parcourir la traduction française de l'ouvrage récent de Hicks (1991) qui évoque « deux actifs, la monnaie et les titres, ces derniers désignant parfois des obligations à long terme, et parfois des valeurs mobilières d'une façon générale. » Plus loin, il affirme que « certains actifs sont des créances de nature financière, d'autres sont des titres de propriété sur des biens réels. »¹⁷ Le tout amène à penser que, pour parler simplement, l'ensemble des actifs comprend la monnaie, les créances, et les titres, eux-mêmes regroupant les obligations et les valeurs mobilières. Il est cependant possible de justifier la réorganisation, en termes de proximité monétaire, des éléments de ce schéma. En précisant plus loin ce que nous entendons précisément par actif et titre, nous pouvons placer le concept de monnaie, défini par ses seules fonctions de compte et de paiement, en amont des actifs dont chacun des titres correspondants prend la forme (entre autres formes n'apparaissant pas dans les citations choisies de l'auteur) de créances, d'obligations ou de valeurs mobilières.

Cette dernière organisation conceptuelle semble en cohérence avec un article d'Orlean (1986), portant sur le mimétisme et les anticipations rationnelles dans une perspective keynésienne :

« Le marché financier keynésien répond à une logique dualiste. Deux types de comportement aux propriétés fortement contrastées s'y exercent, la spéculation et l'entreprise. J.M. Keynes désigne par "spéculation" l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché et par le terme entreprise celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière » (p.170). Cette dualité ne fait qu'une avec celle du titre lui-même : à la fois liquide parce qu'immédiatement négo-

¹⁶ D. BEGG, R. DORNBUSCH et S. FISCHER, *Macroéconomie*, McGraw-Hill, Paris, 1989, 480 p., (pp. 156-157).

¹⁷ J. HICKS, op. cit., (pp. 65-67).

*ciable et fixe parce que correspondant à un capital physique immobilisé. On est donc face à deux formes d'évaluation.*¹⁸

Ici, aux « actifs » semble correspondre un « titre », dont la caractéristique principale serait d'être l'élément central d'une sorte de triptyque articulant dans l'unité de sa dénomination le caractère immobile des actifs posés comme sous-jacents aux deux comportements types d'évaluation. Il est indispensable de rendre compte de la distinction changeante d'un auteur à l'autre entre titre et actif. Le problème, de l'intérêt duquel témoigne l'absence de solution immédiate, est de savoir si les deux termes sont parfaitement synonymes, donc interchangeable, s'ils se chevauchent partiellement, ou s'ils n'ont rien en commun tout en se complétant.

Notre proposition consiste à voir actif et titre comme les deux composantes d'un même concept, dont le propre, expliquent *Deleuze et Guattari* (1991), « est de rendre les composantes inséparables en lui : distinctes, hétérogènes et pourtant non séparables (...) ». L'actif est un bien matériel ou immatériel inscrit à l'actif de l'entreprise. Le titre désigne tout élément du passif, négociable ou non. Actif et titre se composent ensemble comme l'incorporant et l'incorporé. Le titre est la traduction monétaire d'une contrepartie réelle qu'est l'actif. L'ensemble est comparable à une feuille de papier, dont le recto serait le titre et le verso l'actif. On ne peut découper le recto sans découper en même temps le verso ; on ne saurait isoler ni l'actif du titre, ni le titre de l'actif.¹⁹ C'est en ce sens qu'il y a dualité.

263

Une autre référence à un article d'*Orlean* (1988) permet, à travers sa critique, d'éclaircir notre propos :

*« Cette double forme de l'évaluation trouve sa source dans la dualité même du titre. Dans l'entreprise, le titre est saisi comme capital physique immobilisé, comme réalité concrète, comme activité productive. Dans la spéculation, c'est sa liquidité qui s'exprime : le titre apparaît comme signe négociable. »*²⁰

Lue à travers notre proposition développée ci-dessus, cette citation peut être confirmée et surtout radicalisée. Les évaluations d'entreprise et de spéculation n'ont pas le même statut parce qu'elles ne portent pas sur les mêmes objets. Le comportement d'entreprise porte sur l'actif, par défini-

¹⁸ A. ORLEAN, « Mimétisme et Anticipations Rationnelles : une perspective keynésienne », *Recherches Economiques de Louvain*, vol. 52, N°1, mars, 1986, pp. 45-66, (p. 47). Nous soulignons.

¹⁹ A titre de métaphore, cette proposition reprend, jusque dans sa syntaxe, la distinction proposée dans le champ de la linguistique structurale entre signifiant (associé au titre) et signifié (associé à l'actif). Pour plus de détails, voir par exemple le chapitre consacré à la nature du signe linguistique dans E. BENVENISTE, *Problèmes de Linguistique Générale*, 1, Gallimard, 1966.

²⁰ A. ORLEAN, « L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation », *Cahiers d'économie politique*, 14-15, 1988, pp. 229-242, (p. 231). Nous soulignons.

tion toujours connu en fait. L'actif peut être vu comme une variable morte dans le sens où, par exemple, l'évaluation n'aura aucune influence sur l'exploitation de l'entreprise dont participe l'actif. C'est un jugement sur la nature. Le comportement de spéculation, lui, a pour objet une anticipation de la valeur de l'actif. Cette valeur, par définition toujours nominale, est à venir et seulement probable, donc jamais connue en fait. C'est la possibilité d'occurrence de nouveaux états de la nature, qui caractérise la forme de l'actif que nous avons appelée le titre.

Clairement, nous introduisons ici une radicalisation par la reconnaissance d'une dualité non pas du titre - c'est là notre critique - mais plus profondément (puisque nous allons chercher un radical) d'un objet dont les éléments irréductibles et indissociables sont l'actif et le titre. Comme l'auteur, il apparaît légitime de qualifier cet objet, cet actif-titre, de « *signe négociable* », expression qui tombe à point nommé. Correspondant en effet précisément au signe linguistique unissant non pas une chose et un nom, mais un concept (le signifié) et une image acoustique (le signifiant), le signe négociable articule deux composantes. L'une participe de la sphère réelle (l'actif) et l'autre de la sphère monétaire (le titre). Il est monnaie, dans l'acception du terme proposée plus haut.

L'intérêt de l'analogie n'est en rien dans la distinction courante entre l'actif et le titre, mais dans l'affirmation et de l'irréductibilité et de l'indissociabilité des deux termes qui donne au signe négociable le statut de concept. Elle va permettre de rendre compte de la confrontation, par le jeu de la négociation, des deux conceptions du temps décrites ci-dessus sur le marché primaire. Elle n'aurait pas lieu d'être si entrepreneur et spéculateur ne manifestaient pas une préférence distincte pour la liquidité.

3. Le signe négociable

A plusieurs reprises, mais seulement en filigrane, il a été fait référence au concept de liquidité. Il est nécessaire d'y revenir en détail afin de rendre compte en quoi les deux conceptions du temps posées à l'endroit de l'entrepreneur et du spéculateur donnent naissance sur le marché primaire aux conditions d'émergence de bulles spéculatives.

3.1. La liquidité

Concept keynésien, la liquidité a été définie pour la première fois dans le *Traité sur la Monnaie* dans les termes suivants. Les banquiers, explique Keynes, ont :

- trois sortes [d'actifs] entre lesquels ils peuvent choisir :
- 1) les lettres de change et les prêts au jour le jour au marché monétaire ;
- 2) les placements ;
- 3) les avances à la clientèle. En général, ces dernières sont plus

*rentables que les placements, et ceux-ci plus rentables que les effets et les prêts au jour le jour ; mais cette hiérarchie n'est pas immuable. Par ailleurs, les effets et les prêts au jour le jour sont plus liquides que les placements, c'est-à-dire plus facilement réalisables à brève échéance et sans perte, et les placements sont plus liquides que les avances.*²¹

La dernière phrase de cette citation est riche d'enseignements. D'abord, la liquidité y est décrite comme une relation d'ordre, certaines « *sortes d'actifs* » étant « *plus liquides* » que d'autres. Surtout, la liquidité y apparaît comme une articulation de deux potentialités²² : mettre en œuvre la fonction de moyen de paiement et mettre en œuvre la fonction de compte. En effet, est « *réalisable* », c'est-à-dire caractérisé par la potentialité d'être réalisé, ce qui est certain d'être reconnu comme moyen de « *compensation mettant fin à toute discussion* ». ²³ La réalisation est « *sans perte* » si la « *valeur en unité de compte est certaine* ». ²⁴ C'est en ce sens que liquidité et monnaie peuvent être vues comme deux concepts équivalents²⁵. Plus précisément, le lien qui les unit est une relation causale. La relation de causalité est bien sûr prédicative. S'il y a monnaie, alors il y a aussi liquidité extrême (c'est-à-dire absolue) et réciproquement. La causalité est aussi de l'ordre du stimulus-réponse. On peut dire qu'un titre rendu liquide à l'extrême devient monnaie. En cohérence avec la distinction du paragraphe précédent entre actif et titre, un actif prend la forme d'un titre dont la liquidité est variable. Si la liquidité est absolue, alors le titre peut être qualifié de monnaie. Autrement dit, est monnaie tout titre caractérisé par la liquidité absolue, quel qu'en soit l'actif sous-jacent. Explicitement, est monnaie tout titre jouissant d'une reconnaissance certaine en tant que moyen d'extinction des dettes (parce que bénéficiant par exemple d'un pouvoir libératoire légal) et dont la valeur en unité de compte est certaine (parce que fort, par exemple, d'un cours légal dans une économie sans inflation). Les titres dont la liquidité n'est pas absolue conservent un caractère monétaire mais, pour parler simplement, sont « plus ou moins monnaie », parce qu'ordonnés par rapport à l'étalon qu'est la monnaie.

²¹ J.M. KEYNES, *A Treatise on Money, volume 2, The Mac Millan Press, London, 1930, (p. 67). La traduction française est reprise de J. HICKS, op. cit., (p. 61).*

²² *La potentialité est le caractère de ce qui est en puissance, par opposition à ce qui est en acte.*

²³ B. COURBIS, E. FROMENT, J.-M. SERVET, « *A propos du concept de monnaie* », *Cahier d'économie politique*, 18, 1990, pp. 5-29, (p.9)

²⁴ B. COURBIS, E. FROMENT, J.-M. SERVET, op. cit., (p. 28).

²⁵ « La monnaie se présente d'une part en tant que moyen de paiement, c'est-à-dire comme le véhicule des transactions sur biens et services réels et financiers, d'autre part comme liquidité, c'est-à-dire comme un actif financier en tant que tel mais doté d'un degré de liquidité à la limite infini. » (pp. 51-2), in, J. LEONARD, « *La préférence pour la liquidité : une formalisation des principes keynésiens* », *Economies et Sociétés, Cahiers de l'ISMEA, série Monnaie et Production*, n°7, 1990, pp. 51-58.

Tous les signes négociables sont donc monétaires dans le sens où ils ont en commun « *ce quelque chose qui ferait le monétaire* », disent Courbis, Froment et Servet (1990),²⁶ à travers les fonctions permanentes de compte et de paiement qu'ils réalisent dans leurs formes multiples.

3.2. Le déséquilibre

Si les deux agents, entrepreneur et épargnant, étaient posés d'emblée comme adopteurs d'un même comportement d'évaluation, alors l'offre de l'un serait la demande de l'autre. Le marché financier serait le lieu d'un rapport d'échange rigoureusement symétrique d'un même objet non plus dual, mais isotrope, c'est-à-dire présentant les mêmes propriétés du point de vue de l'offreur et du demandeur. C'est la position de ceux qui, pour reprendre le mot de Keynes cité ci-dessus, considèrent qu'il existe une « *relation simple* » entre offre et demande d'épargne. C'est l'approche traditionnelle de tout manuel de théorie financière. Mais la description de deux comportements d'évaluation d'un signe négociable par définition dualiste revient à refuser la vision orthodoxe²⁷ du marché financier comme lieu de rencontre entre deux échangistes que rien ne distingue²⁸.

266

Les deux agents ont une préférence pour la liquidité, mais qui ne porte pas sur la même face du signe négociable. Elle est fondée sur la théorie de la liquidité dite relative que Goux (1990) qualifierait d'étroite, c'est-à-dire relevant d'un choix ponctuel de créances ou de valeurs mobilières plus ou moins liquides.²⁹ Plus précisément, l'auteur distingue trois conceptions de la liquidité : absolue, relative, générale. Nous nous intéressons ici à la seconde qui ne concerne pas le seul choix dichotomique entre monnaie et titres (liquidité absolue), mais étend le concept de liquidité à tout élément du bilan (liquidité relative). Dans les deux cas, l'agent fait face à un choix unique, et la préférence relève explicitement d'une *attitude* face au risque. C'est parce que le choix est ponctuel que la préférence peut être conçue

26 Expression empruntée à l'article de B. COURBIS, E. FROMENT, J.-M. SERVET, op. cit., (p. 14).

27 Est qualifiée d'orthodoxe l'analyse dominante, ce qui n'est nullement péjoratif. Cette position est reprise de : J. CARTELIÈR, « Théorie de la valeur ou hétérodoxie monétaire : les termes d'un choix », *Economie Appliquée*, tome XXXVIII, N°1, 1985, pp. 63-82.

28 En ce sens notre travail est inspiré de l'ouvrage d'AGLIETTA et ORLEAN (1982). En effet, partir d'une explication par fonctions des comportements des deux catégories d'agents - entrepreneur et spéculateur - c'est se placer du point de vue des échangistes eux-mêmes : « Lorsqu'on se place du point de vue d'un échangiste particulier, l'autre apparaît différent et l'échange est asymétrique. Mais lorsqu'on chausse les lunettes de l'autre, on ne retrouve pas le point de vue du premier. L'autre - du second n'est pas la situation dont on est parti. Les deux rapports asymétriques qui ont été successivement considérés ne se réduisent pas comme par enchantement à un seul rapport symétrique. », in M. AGLIETTA et A. ORLEAN, *La violence de la monnaie*, P.U.F., 1982, 324 p., (p.33).

29 Cf. J.-F. GOUX, « Les fondements de l'économie de découvert : à propos de la théorie de la liquidité de Hicks », *Revue économique*, N°4, juillet, 1990, pp. 669-686.

comme une attitude, c'est-à-dire une prédisposition acquise et surtout figée à réagir dans un sens donné³⁰.

Pour comprendre, il suffit d'accepter que la préférence pour la liquidité constitue un principe général qui peut être appliqué à la fois à l'entrepreneur et au spéculateur³¹. Considérons successivement leurs bilans respectifs. L'entrepreneur demande du capital. Il entend financer l'actif dont les éléments sont pour la plupart physiques et difficilement négociables : terrains et immeubles, outillage, stocks de matières premières et d'encours de production s'il s'agit d'une entreprise du secteur manufacturier. Au passif, explique Goux, on trouve l'illiquidité des dettes, définie également en termes de proximité monétaire, à savoir ici la maturité de la dette. Dans ce sens, une dette à court terme est plus illiquide qu'une dette à long terme puisque celle-ci, à horizon infini, devient nominale. Si l'on exclut, pour simplifier, l'autofinancement, alors la délibération de l'entrepreneur porte sur le financement de son exploitation par crédit ou par fonds propres, départagés par leur différence de liquidité : « la liquidité comme le financement est fournie soit par le marché, soit par les banques. »³² La liquidité du financement par emprunt bancaire dépend de son caractère discrétionnaire. Il n'est pas nécessairement accordé de façon automatique. Le marché ne souffre pas d'un tel handicap. Les droits de propriété émis, parce qu'ils ne sont pas soumis à des engagements de remboursement à une date donnée et à un prix convenu à l'avance - leur durée étant indéfinie - sont particulièrement liquides. Mais ils doivent trouver une contrepartie et ne peuvent s'échanger contre des titres de liquidité maximale qu'à l'issue d'une négociation, à un cours variable, qui fait le pendant de celle envisagée par l'agent spéculateur.

Ce dernier offre du capital. A l'actif de son bilan, le spéculateur délibère entre créances de liquidité maximale parce que bénéficiant par exemple d'un cours légal³³ et créances moins liquides parce que ne pouvant être échangées avec les titres de liquidité maximale qu'à l'issue d'une négociation qui peut lui être favorable. Pour lui, les droits de propriété inscrits à son actif sont liquides dans le sens où ils sont négociables avec plus de certitude, sans délai et éventuellement avec gain, que des créances soumi-

30 Attitude :- (...)d) prédisposition acquise et figée à réagir dans un sens donné -, d'après : L.M. MORFAUX, Vocabulaire de la philosophie et des sciences humaines, Armand Colin, 1980, 400p.

31 Même si très largement adaptée, notre argumentation est inspirée de la première partie d'un article de E. LE HERON, « Généralisation de la préférence pour la liquidité et financement de l'investissement », Economies et Sociétés, tome XX, N°8-9, 1986, pp. 67-94.

32 J.-F. GOUX, op. cit., (p. 681).

33 En d'autres termes, « La conservation de la monnaie sous forme liquide n'est jamais que la détention de droits de créance sur le système monétaire », in, J. LEONARD et Ph. NOREL, « Système monétaire et préférence pour la liquidité : Keynes et la macroéconomie des comportements », Economie Appliquée, tome XLIV, N°2, 1991, p. 153-62., (p. 155). Nous soulignons.

ses à des engagements de remboursement à une date donnée et à un prix convenu à l'avance.

La rencontre des deux comportements a lieu, sur le marché primaire, à l'intersection du passif de l'entrepreneur et de l'actif du spéculateur. Elle ne concerne pas les titres de liquidité maximale que sont, par exemple, « *la dette nominale due aux actionnaires* » fondateurs³⁴ du côté de l'entrepreneur et le droit de créance sur le système monétaire du côté de l'épargnant. Elle porte sur les droits de propriété qui jouent dans ce qu'Aglietta et alii conçoivent comme « *deux registres* », au sens propre du document comptable, représentant le passif de l'entrepreneur d'une part, l'actif du spéculateur d'autre part :

« (...) celui du capital en tant qu'éléments d'une accumulation patrimoniale d'une part ; celui de la valeur refuge dans les périodes d'incertitude sur les valeurs des créances ou sur le pouvoir d'achat de la monnaie d'autre part. »³⁵

Clairement la négociation porte sur des actifs-titres de liquidité variable, sur ce que Hicks (1991) appelle « *valeurs mobilières plus ou moins liquides* »³⁶, à savoir précisément un portefeuille de valeurs mobilières - des actions - détenues en vue de la perception d'un revenu, mais qui peut faire l'objet d'une gestion, c'est-à-dire de décisions d'achats et de ventes. Cette gestion, séquence de décisions, nécessite l'existence d'un marché de l'occasion.

268

II. - Spéculation auto-entretenu sur le marché secondaire

Les bulles spéculatives constituent, à côté de bulles appelées rationnelles, une catégorie particulière des bulles financières. C'est en bourse, sur le marché secondaire, que ces dernières apparaissent, décrites comme « *divergence entre l'indice des cours et les indices caractéristiques de l'activité économique.* »³⁷

1. L'équation de passage

Il est une valeur dont il n'a pas été fait explicitement mention jusqu'ici. C'est la valeur dite « de marché », ce dernier étant entendu comme secondaire. Il s'agit pourtant du prix affiché, publié et donc reconnu de

³⁴ J. HICKS, op. cit., (p. 80).

³⁵ M. AGLIETTA, A. BRENDER, Y. COUDERT, op. cit., (p. 98).

³⁶ - HICKS, op. cit., (p. 66). *L'auteur précise encore plus loin* : « J'ai (...) insisté sur le fait que la liquidité, appliquée à la partie "valeurs mobilières" d'un bilan, est un concept *relatif* ; c'est la monnaie elle-même qui est parfaitement liquide (parce qu'elle est l'étalon d'évaluation des dettes), et les autres valeurs ne le sont qu'à des degrés divers. » (p. 71). *Nous soulignons.*

³⁷ B. ROSIER, Les théories des crises économiques, éditions La découverte, 1987, 128 p., (p. 53).

l'action en bourse, celui auquel il est fait référence à chaque instant dans la vie des affaires. Distincte, au moins en théorie, et de la valeur d'entreprise et de la valeur de spéculation, c'est pourtant elle qui est, qui prime, qui « compte » sur le marché secondaire, où entrepreneur et spéculateur sont tous deux souscripteurs. On sait notamment depuis *Keynes* - mais qui en doutait jusque là ? - qu'il « *ne serait pas raisonnable* » à un agent quelconque de déterminer sa position en faisant fi de celle qui a effectivement cours et qui par là s'impose à lui.

Au quotidien il est courant d'observer que la première question normative que suscite ce constat consiste à se demander dans quelle mesure cette valeur de marché, qui a cours de fait, est distincte de la valeur de marché, qui devrait avoir cours de droit. Ce dernier est naturel, puisqu'il se fonde sur un état de nature pensé comme fondamental. Les évolutions apparemment erratiques des cours seraient autant d'écarts à cette valeur fondamentale. Cependant, en toute rigueur, ce n'est pas parce que le cours d'une action connaît une grande volatilité que sa valeur de marché n'est pas égale à sa valeur fondamentale, les prix pouvant réagir à des variations affectant en premier lieu les dividendes, en raison de changements répétés d'informations disponibles sur l'état de nature. En d'autres termes, ceux de *Shiller* (1990) :

*« It appears that speculative asset prices tend to show excess volatility relative to simple present value efficient markets models, and that prices are partly forecastable as tending to returning to "mean", appropriately defined. (...) Whether or not speculative prices are too volatile, if stock prices are highly correlated with dividends we might conclude that the movements in stock prices are driven by fundamentals (...) »*³⁸

269

Pour trancher, il est intéressant d'observer une « équation de passage » associant valeur de marché - celle qu'il s'agit de déterminer - et valeur d'entreprise dans la synthèse d'une même formule, bien connue dans la littérature sous le nom de *q* de *Tobin* (1969)³⁹. L'application habituelle du *q* de *Tobin* consiste bien entendu à observer la différence entre la valeur de marché inscrite au numérateur du ratio (capitalisation boursière des entreprises) et la valeur fondamentale (fonds propres évalués aux coûts de renouvellement) qui figure au dénominateur. En une formule qui tourne à l'humour, *Burda* et *Wyplosz* (1993) résument à la fois l'intérêt et la difficulté d'utilisation du ratio : « *Despite the fact that Tobin's q cannot be*

³⁸ R.J. SHILLER, « *Market Volatility and Investor Behavior* », *American Economic Review*, Vol. 80, N°2, 1990, pp. 58-68, (p.58).

³⁹ J. TOBIN, « *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory* », *Journal of Money, Credit and Banking*, february, 1969, pp. 15-29.

*observed, it is a very useful concept.*⁴⁰ Car si le numérateur est une variable que l'on peut calculer à partir des informations observées sur le marché boursier, le dénominateur ne peut pas être simplement « ramassé » dans l'information professionnelle. La mesure du stock de capital au coût de reproduction dépend d'estimations sur les déclassements, pour calculer le capital brut, et d'hypothèses conventionnelles sur l'amortissement, pour calculer le capital net, dont les observateurs des pratiques financières connaissent la fragilité. D'autre part, si aux Etats-Unis des études empiriques sur la relation entre le marché boursier et l'investissement productif des entreprises, estimée sur de longues périodes, font état d'une influence certaine des cours de bourse, elles ne peuvent mettre en évidence que faiblement le rôle de la variable q . Comme la volatilité des cours de bourse dépasse largement celle de la valeur actuelle des flux de dividendes futurs, selon *Shiller*, on peut s'interroger sur la connexion même entre éléments dits fondamentaux et décisions d'investissement :

270

« The standard feedback theory (...) is that when market prices as a whole rise substantially, this creates many success stories of investors, and these stories entice potential investors, who naively imagine that the same success will come to them if they invest too. Substantial decreases in market prices create many stories of investors' failures, and these discouraging stories drive investors away from the market. Probably such feedback stories seem unattractive to economists, since they posit the most extreme form of naiveté. But causal impressions are suggestive that naiveté does play a role in market behavior.»⁴¹

Autrement dit, l'investissement serait mû par des informations véhiculées par les variations du cours des actions qui ne reflèteraient pas, dans une large mesure, des éléments d'information nouveaux portant sur les conditions premières d'exploitation du capital susceptibles de modifier le flux espéré de dividendes à venir. C'est l'affirmation d'effets sur la sphère réelle des marchés secondaires de valeurs mobilières, en partie autonome vis-à-vis des déterminants fondamentaux qui, en termes orthodoxes, devraient seuls guider l'investissement. L'évolution des rendements est dominée par celle des prix sur les marchés secondaires. Ces prix sont très fluctuants parce que l'offre est rigide. Quelles que soient les causes de la rigidité du côté de l'offre, ce qui finalement importe à notre analyse reste que les observations empiriques montrent que l'incidence de la bourse ne se fait pas selon les ajustements décrits par la théorie.

⁴⁰ M. BURDA and C. WYPLOSZ, *Macroeconomics : A European Text*, Oxford University Press, 1993, 486 p., (p. 80).

⁴¹ R.J. SHILLER, op. cit., (p. 58).

2. La bulle rationnelle

Une fois la rigidité de l'offre d'actions admise, la question est de rendre compte de l'émergence de bulles, définies par la différence entre la valeur fondamentale issue de la logique d'entreprise et la valeur de marché. On peut se demander, pour une action particulière, dans quelle mesure et surtout de quelle façon - rationnelle ou irrationnelle - la valeur de marché s'écarte de la valeur fondamentale. Pour répondre, il est utile d'explicitier la formation des anticipations à l'origine de la formation de toute valeur actuelle.

Jusqu'ici la portée⁴² des anticipations, quels qu'en soient leurs objets,⁴³ a été calée sur la variable unique n . Elle correspond formellement à la durée de vie attendue et surtout indéfinie - dans le sens où il n'a pas été dit qu'elle était finie ou infinie - de la valeur mobilière. Réfléchir à la définition de cette variable va permettre d'aboutir à la description de deux types distincts de bulles financières.

La littérature professionnelle renvoie à une conception finie, parce que pratique, de la durée de vie de la valeur mobilière considérée. Par exemple, dans un article consacré à une enquête sur les méthodes d'évaluation observées dans les cabinets d'audit ou sociétés d'investissement, *Belletante* et *Vigliacca* (1990) indiquent que la durée de l'actualisation, quel que soit le type d'évaluation envisagé, porte principalement sur une période de 3 à 5 ans, correspondant à l'horizon de visibilité de l'évaluateur⁴⁴. Pourtant, dans un autre article professionnel, *Sigalla* (1991) prend appui sur des exemples récents pour montrer que les marchés financiers prennent en compte des durées qui vont largement au-delà du moyen terme. La position de l'auteur, fort du soutien de quelques illustrations retentissantes de la vie des affaires, est qu'un détenteur d'actions est toujours déterminé par l'idée qu'il se fait de l'avenir lointain.⁴⁵

Comment, en théorie et plus seulement en pratique, sortir de cette indétermination entre horizon temporel fini et infini ? Pour y répondre, il

42 Au sens propre et premier, rappelons qu'il s'agit de la distance à laquelle une arme, une pièce d'artillerie, peut lancer un projectile.

43 Rappelons que l'anticipation portant sur les taux r_1 et r_2 est ici hors de propos. Ils sont posés comme exogènes, fixes et connus, puisque nous avons pris le parti d'emblée d'écarter de l'analyse le taux d'intérêt réel en tant que régulateur des échanges dans le temps.

44 B. BELLETANTE et F. VIGLIACCA, « Evaluation et survaleur : une analyse des pratiques », *La Revue Banque*, N°508, septembre, 1990, pp. 794-800.

45 J. SIGALLA, « L'avenir et l'évaluation des actions », *Analyse financière*, 2^e trimestre, 1991, pp. 66-70. L'auteur prend pour exemple le cas d'Eurotunnel qui a levé environ 7 milliards de francs par émission d'actions à la fin de 1987 pour financer un projet dont le début d'exploitation était annoncé pour 1993 et le premier dividende pour 1994. de la même façon, Euro Disneyland a levé environ 6 milliards de francs par émission d'actions en 1989 tout en publiant un prospectus à l'attention des souscripteurs éventuels où figurait un compte de résultat prévisionnel couvrant la période 1992-2016.

est intéressant d'invoquer la notion d'attracteur, que l'on trouve par exemple chez *Prigogine et Stengers* (1988). Elle va, par analogie, permettre de qualifier la notion d'horizon temporel des anticipations que synthétise sèchement la variable n .

La notion d'attracteur telle que comprise par la mécanique classique renvoie au mouvement du pendule. Un pendule idéal, c'est-à-dire sans frottement, n'a pas d'état attracteur, ce qui signifie qu'il poursuit indéfiniment son mouvement d'oscillation. En revanche, un pendule simple, soumis à des frottements, tend vers un état d'équilibre qualifié d'attracteur parce qu'inévitable à terme, quelles que soient la vitesse et la position initiales du pendule. La cause précède et produit, dans des circonstances semblables, les mêmes effets.

Jusque récemment, l'existence d'un attracteur était synonyme de stabilité et de reproductibilité, de retour au même malgré les perturbations et quelles que soient les particularités initiales. Récemment, la découverte d'attracteurs dits étranges a ouvert des perspectives nouvelles fréquemment appliquées au champ économique. Aux nouveaux types d'attracteurs correspondent des comportements sensibles aux conditions initiales. Aux situations initiales différentes, aussi voisines soient-elles, sont associées des évolutions divergentes. La moindre différence ou la moindre perturbation engendrent des conséquences considérables. Le comportement du système considéré, qui peut être décrit graphiquement par des variables choisies⁴⁶, devient chaotique, dans le sens où deux trajectoires issues de points distincts et aussi voisins qu'on le veut des conditions initiales s'éloignent les unes des autres au cours du temps de manière exponentielle, proportionnellement à une fonction e^{T} où T est le « temps de Lyapounov ». Celui-ci est particulièrement intéressant parce qu'il permet d'établir une échelle du temps, un repère, par rapport auquel la notion de « même » garde un sens effectif. Autrement dit, en-deça de cet horizon temporel, il est possible de prévoir une trajectoire ; il y a déterminisme⁴⁷. Au-delà, l'évolution ne peut plus être décrite qu'en termes de comporte-

46 Dans le cas du pendule, par exemple, on peut fixer en abscisse le temps et en ordonnée la distance du « poids » du pendule à son point de départ d'équilibre. Dans le cas d'une valeur mobilière, on peut fixer en abscisse le temps et en ordonnée la valeur de marché (le prix) en unité de compte monétaire.

47 Il semble que la façon la plus nette de définir le principe de déterminisme soit de revenir à la citation de LAPLACE reproduite dans L.M. MORFAUX, op. cit. : « Nous devons donc envisager l'état présent de l'univers comme l'effet de son état antérieur et comme la cause de ce qui va suivre. Une Intelligence qui, pour un instant donné, connaîtrait toutes les forces dont la nature est animée et la situation respective des êtres qui la composent, si d'ailleurs elle était assez vaste pour soumettre ces données à l'analyse, embrasserait dans la même formule les mouvements des plus grands corps de l'univers et ceux du plus léger atome ; rien ne serait incertain pour elle, et l'avenir, comme le passé, serait présent à ses yeux ». (p.80).

ment aléatoire rendant impossible la connaissance de l'enchaînement linéaire des phénomènes individuels ; il y a indéterminisme. On l'aura compris, ce qui distingue radicalement les deux évaluations, c'est la position de ce repère qui offre une limite - basse et haute - à la portée des anticipations.

Considérons d'abord l'évaluation fondamentale, qui suit la logique d'entreprise. Tout se passe comme si l'entrepreneur plaçait à une distance infiniment grande ($T \text{ tend vers } +\infty$) de la date t cet horizon, prolongeant le temps pendant lequel une trajectoire - valeur fondamentale - peut être prévue dans un avenir risqué, c'est-à-dire décrit par des trajectoires certes multiples mais toutes descriptibles à partir d'un *même* nombre d'hypothèses sur les fondamentaux et parmi lesquelles est choisie la plus *probable* - dans un sens défini plus loin. La portée n de ses anticipations est donc toujours fixée en-deça de cet horizon ($n < +\infty$). Elles sont alors rationnelles⁴⁸, dans le sens où l'entrepreneur s'accorde des capacités de collecte de l'information et de calcul. Les anticipations sont le produit de la mise en œuvre de ces capacités⁴⁹.

Longtemps la littérature a témoigné de l'opinion partagée selon laquelle, sous hypothèse de rationalité et des comportements et des anticipations, la valeur de marché devait demeurer strictement égale à la valeur fondamentale. Mais certains économistes, dont *Blanchard* et *Watson* (1984), ont montré qu'il était possible de formaliser l'émergence de bulles qualifiées, elles aussi, de rationnelles⁵⁰. La rationalité de l'agent individuel est généralement qualifiée de substantielle parce qu'elle conduit à l'évaluation la meilleure possible à partir d'un jugement autonome sur l'état de nature dans une situation de risque. Grâce aux anticipations rationnelles, chaque individu est en mesure d'observer les conditions initiales que sont les fondamentaux, toujours donnés et jamais construits, et d'en déduire une série des dividendes actualisés sur toute la durée de vie de l'entreprise. Cette logique d'entreprise permet à l'individu d'être autonome, c'est-à-dire de regarder droit devant lui à travers les informations fondamentales sur l'actif pour en évaluer le titre, sans jamais s'intéresser aux autres agents qui font de même.

Plus formellement, si l'on suppose que les agents croient que le prix de l'action est égal à sa valeur fondamentale, formalisée plus haut par l'équa-

48 Au sens de : J.F. MUTH, « Rational Expectations and the Theory of Price Movements », *Econometrica*, juillet 1961.

49 C'est peut-être en ce sens que l'entrepreneurs'efforce - en vain - de vaincre les forces obscures du temps et (...) percer le mystère qui entoure le futur », selon la fameuse expression empruntée à : J.M. KEYNES, op. cit., pp. 167-8.

50 O.J. BLANCHARD et M.W. WATSON, « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », *Annales de l'INSEE*, N°54, 1984, pp. 79-99.

tion (1), *plus* un terme b , qui suit une progression géométrique de raison $(1+r_1)$, alors on retrouve la même équation (1) à laquelle a été rajoutée, à chaque terme, une « bulle », c'est-à-dire un écart sans relation apparente à la valeur fondamentale, prenant par exemple la forme d'une envolée de prix et qui, de façon cohérente, rend compte de la grande volatilité observée en bourse. Dans cette formalisation la plus élémentaire, la déviation entre le prix et la valeur fondamentale s'accroît avec n de façon exponentielle, à l'infini. Dans leur article, *Blanchard* et *Watson* prennent en compte le caractère risqué des anticipations en proposant d'autres exemples où la bulle est affectée d'une probabilité.

De quelle probabilité s'agit-il ? Tâchons de ne pas déborder du point de vue minimaliste en la matière afin d'éviter toute dérive théorique involontaire en abondant dans le sens de telle ou telle école mathématique. Pour répondre, il est utile d'affiner notre compréhension du contraste entre les deux logiques d'évaluation, trop souvent réduit à l'opposition tellement galvaudée proposée par *Knight* (1921) entre le risque (qui serait mesurable) et l'incertitude (qui ne le serait pas)⁵¹. Contrairement à ce qui est régulièrement affirmé dans la littérature, il semble que les probabilités dont il est question dans le comportement d'entreprise, et *a fortiori* dans l'acceptation rationnelle des bulles financières, ne peuvent pas se réclamer de l'interprétation fréquentiste, dite objective, des probabilités. En effet celle-ci ne s'intéresse qu'à la catégorie privilégiée d'événements pour lesquels il est possible d'obtenir une longue série de répétitions d'une expérience passée. Or, à la différence des anticipations statiques ou extrapolatives, les anticipations rationnelles ne sont pas un prolongement du passé mais constituent une construction raisonnée de ce que peut être l'avenir en fonction des informations disponibles ramassées dans les hypothèses fondamentales.

L'interprétation logique des probabilités est davantage pertinente. Elle s'intéresse à la probabilité d'occurrence de propositions, et pas seulement d'événements, entre lesquelles elle cherche à établir une liaison, un lien logique qui, dit *Arrow* très éloquemment, est comparable à une implication (causalité mathématique) affaiblie. Ce lien est établi entre un ensemble de propositions - et non d'événements déjà observés - fondées ici sur les informations fondamentales connues de l'agent (les conditions initiales) et l'ensemble des valeurs correspondant à une action particulière.

51 F.H. KNIGHT, Risk, uncertainty and profit, *University of Chicago Press*, 1971 [1921], 381 p. En quelques mots : « (...) Uncertainty must be taken in a sense radically distinct from the familiar notion of Risk, from which it has never been properly separated. (...) It will appear that a measurable uncertainty, or 'risk' proper, as we shall use the term, is so far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term 'uncertainty' to cases of the non-quantitative type. » (pp. 19-20).

Dans le cadre de cette interprétation, l'absence d'une série statistique ne nie pas la possibilité de construire des probabilités. Mais cela n'épuise pas le sujet, car ces probabilités logiques ont été fondées sur des axiomatiques multiples et concurrentes. L'une d'entre elles, celle de *Jeffreys* (1939), permet de rendre compte des probabilités logiques associées au comportement d'entreprise de l'équation (1), parce qu'elle aboutit à une définition cardinale des probabilités logiques.

En quelques mots⁵², cette axiomatique permet l'introduction de nombres pour désigner les probabilités grâce à la possibilité ouverte d'y adjoindre une règle - à définir - dont la caractéristique principale est de donner les *mêmes* résultats que ceux auxquels on parviendrait à l'aide d'autres règles. L'exemple traditionnel dans la littérature est celui de la géométrie euclidienne, où l'utilisation de coordonnées cartésiennes ou de coordonnées polaires pour mesurer la distance entre deux points est une simple question de règle.

Le problème, c'est que cette règle n'est pas toujours disponible au quotidien. L'introduction d'une relation cardinale pour désigner les probabilités n'est alors plus possible. Dans les termes d'*Arrow* (1986) :

*« Les anticipations rationnelles ne sont que la forme stochastique de la prévision parfaite. (...) L'étape suivante de l'analyse consistera, je présume, à formuler des hypothèses économiques plus cohérentes concernant les possibilités de calcul. Cette démarche rencontrera probablement des difficultés propres dans la mesure où, à l'évidence, tout n'est pas calculable ; il y aura, de ce fait, un élément inéluctablement imprévisible dans tout comportement rationnel. »*⁵³

275

Il est aisé de rebondir sur ces propos de façon à introduire la notion d'incertitude. Elle amènera à la description de l'alternative à la bulle rationnelle qu'est la bulle spéculative.

3. La bulle spéculative

Reprenons le raisonnement précédent, à propos de la portée des anticipations, mais appliqué maintenant au comportement de spéculation. Tout se passe alors comme si le spéculateur plaçait à une distance infiniment petite (T tend vers 0) de la date t cet horizon, ne voyant dans les

⁵² Nous renvoyons le lecteur intéressé par le détail de l'axiomatique aux pages 846-851, in, *J. ARROUS*, « Keynes et les probabilités : un aspect du "fondamentalisme" keynésien », *Revue économique*, N°5, septembre, 1982, pp. 839-861. Une typologie des définitions de l'incertitude en économie est donnée par : *T. LAWSON*, « Probability and Uncertainty in Economic Analysis », *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1988, 11, pp. 38-65.

⁵³ *K.J. ARROW*, « De la rationalité - de l'individu et des autres - dans un système économique », *Revue Française d'Economie*, N°4, 1986, (p. 38). Cité par : *A. LARCENEUX*, « Prévisions et rationnement dans une logique keynésienne », *Economies et Sociétés*, N°9, 1987, pp. 121-147. Nous soulignons.

paramètres dits objectifs des fondamentaux que des conditions générales toujours différentes. Elles débouchent sur des mouvements de valeur imprévisibles - ce ne sont jamais les *mêmes* - dans un avenir non plus seulement risqué mais incertain. La portée n des anticipations est donc toujours fixée au-delà de cet horizon ($n \geq 1$). Elles ne sont pas rationnelles, dans le sens où elles incorporent une méconnaissance irréductible aux seules informations disponibles de l'avenir au-delà de ce Rubicon temporel qu'est l'horizon défini ci-dessus, même si elles font, elles aussi, appel à une interprétation des probabilités qui reste à définir. Clairement, le spéculateur fait sienne la proposition de *Morgenstern* (1973) selon laquelle :

« Lorsqu'on prend une décision, celle par exemple de vendre ou d'acheter une valeur particulière, on connaît très précisément ses dernières cotes ; on connaît le bilan de la société, et on peut avoir certaines informations sur ce qui s'est passé depuis que le dernier a été publié (...). Certaines composantes sont bien connues, d'autres sont affectées d'éléments d'erreur variables, quelques fois inconnus ; d'autres sont basées sur une pure estimation, d'une sorte telle que même les méthodes standard d'attribution de probabilités objectives ne pourront agir. »⁵⁴

276

3.1. La flexibilité

Là encore, le recours à l'interprétation logique des probabilités apparaît envisageable pour définir l'incertitude. Cependant, une axiomatique comprenant une définition cardinale des probabilités n'est plus adaptée. C'est à la catégorie *subjective* des probabilités logiques qu'il apparaît utile de faire référence ici. Elle est notamment redevable à *Savage* (1954), qui aboutit à une définition ordinale - et non plus cardinale - des probabilités logiques. Cette interprétation consiste encore à établir un lien logique entre des propositions assimilable à une implication affaiblie. Ce qui la caractérise, c'est la conception de la probabilité comme représentation de degrés de croyance. L'idée est que la valeur numérique attribuée à la probabilité relève d'une évaluation subjective qui, dans les termes mêmes de l'auteur, peut être désignée par le terme de confiance :

« Le point de vue (subjectiviste) soutient que la probabilité mesure la confiance qu'un individu particulier a dans la vérité d'une proposition particulière. (...) Ce point de vue (...) ne nie pas la possibilité que deux individus raisonnables munis des mêmes données puissent avoir différents degrés de confiance dans la vérité de la même proposition. »⁵⁵

⁵⁴ O. MORGENSTERN, Précision et incertitude des données économiques, *Dunod, Paris, 1973*, 288 p., (pp. 108-9).

⁵⁵ L.J. SAVAGE, The foundations of statistics, *Dover Publications, Inc., 2^e édit., 1972 [1954]*, (p.3). Repris dans : J. ARROUS, op. cit., (p. 851). Nous soulignons.

Surtout, ce point de vue ne peut indiquer à l'agent la règle d'attribution de valeurs cardinales aux propositions considérées. Autrement dit, en l'absence de règle dont la responsabilité de mise au jour incombe à l'agent parce que non incluse dans l'axiomatique, l'interprétation subjective ne définit que des relations de nature ordinale entre les propositions envisagées. C'est précisément cette incapacité à établir une règle d'évaluation cardinale des probabilités attachées à un ensemble de propositions portant sur l'avenir qui semble définir au mieux le concept d'incertitude⁵⁶.

En d'autres termes, l'incertitude renvoie à l'idée du nouveau, opposée à celle du même qui nécessite une règle sous-jacente de comparaison par mesure cardinale des probabilités logiques. Dans le cas du marché financier, l'incertitude désigne l'incapacité de l'agent à recourir en toute autonomie à une règle d'évaluation des propositions fondamentales ramassée dans le corps des connaissances à sa disposition parce qu'il s'en défie. Ce « degré de confiance », l'agent est amené à le mettre en œuvre à chaque date $t+1$, $t+2$, $t+3$, etc. Cet échéancier n'est pas le temps mathématique dont on aurait extrait une série de dates privilégiées rythmant à l'infini un temps réversible. Il repère régulièrement les occasions toujours nouvelles offertes aux souscripteurs de décider d'acheter, de vendre ou de ne rien faire. Il s'agit d'une « séquence de décisions » dans le sens entendu par Vate (1976). Il faut comprendre par là que chaque décision est affectée par le fait qu'elle suit d'autres décisions et que d'autres la suivront. Surtout, l'agent qui prend la décision a conscience de cette relation. C'est précisément cette interdépendance qui implique que, en l'occurrence, le temps pourrait être qualifié de radical au même titre que l'incertitude qui lui correspond. Elle amène à enrichir de la notion de confiance le concept de liquidité défini plus haut.

Des travaux récents ont qualifié la liquidité d'étroite lorsque relevant d'un choix ponctuel, par exemple au moment figé de l'émission sur le marché primaire de créances ou de valeurs mobilières. Il a été vu aussi que la préférence pour la liquidité pouvait être conçue comme une attitude, à savoir une prédisposition de l'agent évaluateur à réagir dans un sens donné. A la préférence, prédisposition acquise et surtout figée vis-à-vis d'un objet, peut être associée la confiance, disposition changeante vis-à-vis d'une règle. C'est en ce sens que nous voyons la liquidité devenir

⁵⁶ ORLEAN semble adopter une définition de l'incertitude proche du développement proposé ci-dessus : « In a situation of total uncertainty, when I know nothing about what to expect next (...) prevailing when the individual's ignorance is total (...) it corresponds to certain financial situations when the operators experience a total dismay concerning the evolution of prices, a dismay that leads them to have strong doubts about traditional evaluative methods. » (pp. 77-78). Nous soulignons. Voir : A. ORLEAN, « Mimetic Contagion and Speculative Bubbles », *Theory and Decision*, 27, 1989, pp. 63-92.

synonyme de flexibilité. Alors seulement elle « ne relève pas d'un choix ponctuel ; elle relève d'une séquence de choix, une séquence liée. »⁵⁷ Pour un agent donné, la flexibilité peut alors être comprise comme la représentation cognitive d'une pile verticale de couches successives de relations horizontales entre formes monétaires structurées par une préférence pour la liquidité. La confiance (probabilité subjective) est séparée de la préférence (attitude). Autrement dit, cette préférence, toujours figée, est affectée d'un degré de confiance remis en question à chaque séquence. Produit des fonctions de compte et de paiement, elle est une qualité monétaire.

3.2. La qualité monétaire

Si la séquence de décision - achat, vente, ne rien faire - de l'agent n'est plus, à proprement parler, fondée sur une information donnée par l'observation attentive des conditions d'exploitation de l'actif décrit par la forme du titre, alors sur quelle base est-elle bâtie ? Quand « tout n'est pas calculable », dit Arrow, ou quand « la confiance dans la vérité » d'une proposition est limitée, suggère Savage, alors l'agent n'est plus en mesure de concentrer ses anticipations sur les informations fondamentales pour en déduire la valeur des titres. Il se trouve même dans l'incapacité de mettre au jour aucune règle alternative, quelle qu'elle soit, qui lui permette d'associer une mesure cardinale aux probabilités devenues subjectives, sans même parler de l'utilité désormais psychologique. En proie à l'aversion pour l'incertitude, et donc à la recherche de flexibilité, il est dorénavant incapable d'attribuer à une action particulière du marché une valeur qui ne soit pas marquée du soupçon. L'agent n'a alors pas d'autre issue à sa disposition que d'évaluer les actions cotées sur le marché financier en bon spéculateur. La règle d'évaluation issue de la logique d'entreprise faisant l'objet d'un discrédit rédhitoire en situation d'incertitude, reste l'unique alternative du comportement de spéculation. Parce qu'il n'est pas en mesure de prendre une décision sur la base de son vain effort d'observation de l'état de nature, l'agent n'a pas d'autre choix pour émettre une

57 - J. HICKS : « ... Liquidity is not a matter of a single choice ; it is a matter of a sequence of choices, a related sequence » (1974), p. 38), cité et traduit en p. 678, in, J.F. GOUX, « Les fondements de l'économie de découvert. A propos de la théorie de la liquidité de Hicks », Revue économique, N°4, juillet, 1990, pp. 669-686. Cette proposition permet aussi de rendre compte de la proposition selon laquelle : « le degré de préférence pour la liquidité (...) exprime l'état de la convention en tant qu'ensemble des opinions et des comportements procédant de l'appréciation de la situation présente par rapport aux situations futures non probabilisables. », in, J. LEONARD, « La préférence pour la liquidité : une formalisation des principes keynésiens », Economies et Sociétés, série Monnaie et Production, N°7, 1990, pp. 51-58, (p. 58). Pour nous, la liquidité devient flexibilité, les opinions renvoient au degré de confiance et les comportements à la règle d'évaluation. Le futur est probabilisable, mais seulement en termes de probabilités logiques et subjectives.

opinion sur la valeur de l'action en t que de tenter d'anticiper les prix à $t+1, \dots, n$ du marché dont la somme actualisée est justement égale ... au prix du marché. Dire, en termes généraux, que les actes du spéculateur font arriver les événements, c'est dire aussi, en termes financiers, que les seules anticipations de prix font émerger ce prix. A l'exogénéité de la valeur fondamentale donnée par l'information sur l'état de nature est substituée l'endogénéité de la valeur issue du comportement de spéculation. Il est éloquent de dire ici que la seule certitude à laquelle a recours en dernier ressort l'agent, consiste à penser que, quoi qu'il arrive, à chaque séquence, l'action vaut ce qu'elle vaut. Cette formulation un peu hasardeuse a le mérite de parler à notre intuition. Elle amène à comprendre que le meilleur moyen d'attribuer une valeur à une action est encore de lui attribuer la valeur à laquelle elle est effectivement cotée⁵⁸. Très simplement, le prix des titres ne repose plus sur des fondamentaux mais émerge comme le point fixe d'un processus bouclé sur lui-même. Ce qui importe, c'est de comprendre en quoi il est légitime d'affirmer que les bulles issues de la logique de spéculation restent le construit d'un comportement rationnel en dépit de l'absence d'anticipations distinguées par ce même qualificatif.

Ces bulles, qui ne sont plus rationnelles mais spéculatives parce que construites, en situation d'incertitude, sur des anticipations des prix des actions et plus sur une information fondamentale, peuvent être décrites formellement de la façon proposée par *Orlean* (1985). La fonction d'offre de la valeur mobilière attachée à un agent spéculateur dépend positivement du prix, et la fonction de demande dépend d'une part négativement du prix et d'autre part positivement d'un facteur qualité attaché à la valeur mobilière. A propos de cette qualité, l'auteur évoque « *la qualité des marchandises ou risque attaché à telle créance.* »⁵⁹ Il est intéressant de se demander s'il est légitime d'y voir la flexibilité définie ci-dessus. Un programme de recherche pourrait consister à modéliser la proposition selon laquelle la capacité de l'action à mettre en œuvre les fonctions de compte et de paiement à chaque séquence à venir serait recherchée dans le processus cumulatif. La bulle spéculative ne serait pas alors le seul résultat d'un processus mimétique dont le mécanisme peut être décrit sans référence aucune à la qualité monétaire des valeurs mobilières. Un article de *Topol* (1991) est un bon exemple en la matière, puisque les agents y sont décrits ajuster leurs propres évaluations - qu'ils savent fondées sur une information incomplète - sur celles des agents les plus proches pour

⁵⁸ L'idée qu'en l'absence de tout repère exogène les agents se trouvent en situation d'autoréférence est particulièrement bien développée par ORLEAN (1989a).

⁵⁹ A. ORLEAN, « Incertitude et paradoxe », *Economie Appliquée*, tome XXXVIII, N°1, 1985, pp. 133-153.

construire un modèle de contagion mimétique où le caractère monétaire des valeurs mobilières n'a pas lieu d'être. La bulle spéculative ne serait pas non plus le fruit d'une euphorie financière tombée sur des amateurs de casino débridés. La bulle spéculative pourrait plutôt être comprise comme la manifestation de la recherche d'un refuge de la part d'agents en proie à un doute quant aux règles d'évaluation et soucieux de trouver une assurance dans la qualité monétaire des actions.

Dans ce dernier cas, le processus mimétique n'est pas exclu de l'analyse. Simplement, on peut dire qu'il est monétairement motivé. Ce n'est plus seulement par défaut de règle d'évaluation crédible que l'agent, dans le doute, se concentre sur les prix anticipés en "copiant" par là sur son voisin. C'est aussi parce que les agents recherchent l'assurance de la qualité monétaire qu'ils se tournent sur les valeurs les plus liquides, c'est-à-dire les plus demandées (« réalisables ») au prix le plus croissant (« sans perte »). L'idée est que le doute porte sur l'implication causale affaiblie entre l'ensemble des propositions fondamentales et l'ensemble des valeurs issues du comportement d'entreprise attribuées à l'action cotée. Plongé dans l'incertitude ainsi comprise, l'agent ne concentre plus son attention sur l'état de nature mais sur le moyen de garantir une autre implication causale, celle qui unit liquidité et monnaie. C'est bien parce que l'on peut dire qu'un titre rendu liquide à l'extrême devient monnaie d'une part, et qu'un actif prend la forme d'un titre dont la liquidité est variable d'autre part, que l'attention de l'agent évaluateur peut en toute rationalité passer de l'actif au titre pour porter sur la capacité de l'action considérée à réaliser les deux fonctions monétaires. Cette capacité est exprimée par l'évolution du prix de la cote qui « compte » précisément parce qu'il affiche la plus grande certitude de valeur nominale exprimée en unité de « compte », monnaie, à chaque séquence de décision.

280

En l'absence de toute référence exogène à laquelle l'agent puisse se fier en toute confiance, le comportement de spéculation, dont la règle d'évaluation consiste à établir un prix sur les seules anticipations de prix, exige alors précisément d'utiliser ce même prix, exprimé en unité de compte monétaire, comme indicateur de flexibilité. La boucle est bouclée parce que la demande devient liée positivement au prix.

Cette dernière proposition rend compte de l'apparition de bulles spéculatives. C'est un processus cumulatif reconnaissable en période d'euphorie financière. La réponse à la question de savoir s'il est rationnel n'apparaît pas à la première analyse parce que le vocabulaire courant nous en éloigne. D'ailleurs, si l'on retourne à la définition de la flexibilité dont est parti notre propos, alors il est tentant de faire le pas entre l'utilité dite psychologique qui la caractérise dans les termes de *Savage*, et l'irrationalité. A la bulle rationnelle en situation de risque, serait substituée une bulle

irrationnelle en situation d'incertitude. A la spéculation vue comme maladie en quelque sorte physiologique des marchés financiers, succèderait une spéculation d'ordre psychologique.

Il est aujourd'hui bien établi qu'absence de rationalité substantielle n'est pas synonyme d'irrationalité. La solution proposée par nombre d'auteurs consiste à chercher dans un nouveau paradigme de la rationalité les moyens de rendre compte du comportement des agents financiers en situation d'incertitude. La rationalité substantielle laisse la place à la rationalité procédurale qui s'inspire des travaux de *Simon* (1976). Cette conception de la rationalité ne se concentre plus sur la meilleure décision possible en termes de résultats, comme dans le cas de la rationalité substantielle, mais sur la *règle* - ou procédure - qui conduit à une décision compte tenu des contraintes informationnelles.

Le processus cumulatif peut être vu comme le résultat d'un comportement rationnel - au sens de la rationalité procédurale - à condition de distinguer le niveau « actif », qui participe de la sphère réelle, du méta-niveau « titre », qui participe de la sphère monétaire. Le prix gère alors - *la double contrainte* - des raretés relatives au niveau de l'actif, et de la flexibilité au méta-niveau du titre.

Il est nécessaire ici de justifier le choix du titre comme méta-niveau de l'actif. Il suffit de rappeler ce qui a été dit à propos du marché primaire. Nous avons vu que les actions sont émises par l'entrepreneur afin d'être échangées contre des titres de liquidité maximale à l'issue d'une négociation. Ces derniers, monnaie, sont immobilisés par l'acquisition de moyens d'exploitation inscrits à l'actif du bilan qui devraient permettre d'extraire une valeur ajoutée réalisée sous forme monétaire, de liquidité maximale, dans une séquence à venir. Le spéculateur, de son côté de l'espace de négociation, échange des créances de liquidité maximale contre des créances moins liquides, des actions, parce que la négociation peut déboucher sur un cours qui peut lui être favorable. Autrement dit, il entend être en mesure de rééchanger, lors d'une séquence de décision à venir sur le marché secondaire, ces mêmes droits de propriété contre des créances libellées en unité de compte et inscrites au passif de son bilan pour une valeur supérieure. C'est ce caractère de référence, ou d'étalon, de l'équivalent général monétaire qui donne au titre son statut de méta-niveau.

281

Conclusion

Ne voir dans la valeur mobilière que l'actif revient à nier le caractère monétaire du signe négociable et à ne concevoir de rationalité que substantielle. Les actions deviennent des marchandises comme les autres s'échangeant au prix d'équilibre entre une offre et une demande obéissant

aux lois de l'économie standard où le spéculateur, dans l'hypothèse de marchés efficients, n'a pas sa place parce qu'il est fou. Tout écart du prix du marché à la valeur fondamentale est alors le résultat d'un comportement irrationnel.

En revanche, ne voir que le titre dans la valeur mobilière revient à nier le caractère réel du signe négociable et à ne concevoir de rationalité que procédurale. Les actions deviennent liquidité absolue, c'est-à-dire monnaie, et leur demande est fonction croissante de leur seul prix dans une économie où le spéculateur est roi. Il est rationnel parce que, compte tenu de ses contraintes informationnelles irréductibles, il s'obstine à choisir la règle qui lui permet d'accéder à la flexibilité « à tout prix ».

Considérer la valeur mobilière tantôt comme un actif, dit financier, tantôt comme un titre, même pas monétaire, dans l'amalgame des définitions courantes trouvées dans les dictionnaires ou autres manuels, c'est ignorer la dichotomie entre sphère réelle et sphère monétaire non pas dans la généralisation d'une synthèse mais dans la grossièreté d'une confusion. Confusion des logiques d'entreprise et de spéculation et, partant, du réversible et de l'irréversible, du risque et de l'incertitude, de la rationalité substantielle et de la rationalité procédurale.

Décrire la valeur mobilière comme un signe négociable comparable à une feuille de papier, dont le recto serait le titre et le verso l'actif, c'est tenter de construire un instrument d'analyse qui permette de reconnaître en permanence les deux sphères de la dichotomie sans jamais en éliminer une ou confondre les deux.

282

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M., Brender A., Coudert V. *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Economica, 1990, 328 p.
- Aglietta M. et Orlean A. *La violence de la monnaie*, P.U.F., 1982, 324 p.
- Arrous J. « Keynes et les probabilités : un aspect du "fondamentalisme" keynésien », *Revue économique*, N°5, septembre, 1982, pp. 839-861.
- ArrowK.J. « De la rationalité - de l'individu et des autres - dans un système économique », *Revue Française d'Economie*, n°4, 1986, p. 38.
- Begg D., Dornbusch R. et Fischer S, *Macroéconomie*, McGraw-Hill, Paris, 1989, 480 p.
- Belletante B. et Viglicca F. « Evaluation et survaleur : une analyse des pratiques », *La Revue Banque*, n°508, septembre, 1990, pp.794-800.
- Benveniste E. *Problèmes de Linguistique Générale*, 1, Gallimard, 1966, 351 p.
- Benveniste E. *Problèmes de Linguistique Générale*, 2, Gallimard, 1966, 286 p.
- Blanchard O.J. et Watson M.W. « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », *Annales de l'INSEE*, N°54, 1984, pp. 79-99.

- Burda M. and Wyplosz C. *Macroeconomics : A European Text*, Oxford University Press, 1993, 486 p.
- Cartelier J. • Théorie de la valeur ou hétérodoxie monétaire : les termes d'un choix », *Economie Appliquée*, tome XXXVIII, n°1, 1985, pp. 63-82.
- Courbis B., Froment E., Servet J.-M. • A propos du concept de monnaie », *Cahier d'économie politique*, 18, 1990, pp. 5-29.
- Dardi M. e Gallegati M. • Alfred Marshall e la Speculazione : Fra "Vecchia" e "Nuova" Teoria », *Quaderni di Storia dell'Economia Politica*, VII, 1, 1989, pp. 37-54.
- Dupuy J.-P. • Convention et Common knowledge », *Revue économique*, n°2, mars, 1989, pp. 361-400.
- Galbraith J.K. *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil : Paris, 1992.
- Goux J.-F. • Les fondements de l'économie de découvert : à propos de la théorie de la liquidité de Hicks », *Revue économique*, n°4, juillet, 1990, p. 669-686.
- Hicks J. *La crise de l'économie keynésienne*, Fayard, 1988, 167 p.
- Kaldor N. • Speculation and Economic Activity », *Review of Economic Studies*, VII, october, 1939, pp. 1-27.
- Kaldor N. *Economie et Instabilité*, 1987, Economica.
- Keynes J.M. *A Treatise on Money*, volume 2, The Mac Millan Press, London, 1930.
- Keynes J.M. *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, Petite Bibliothèque Payot, 1971 [1936], 382 p.
- Knight F.H. *Risk, uncertainty and profit*, University of Chicago Press, 1971 [1921], 381 p.
- Larceneux A. • Prévisions et rationnement dans une logique keynésienne », *Economies et Sociétés*, n°9, 1987, pp. 121-147.
- Lawson T. • Probability and Uncertainty in Economic Analysis », *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1988, 11, pp. 38-65.
- Le Héron E. • Généralisation de la préférence pour la liquidité et financement de l'investissement », *Economies et Sociétés*, tome XX, n°8-9, 1986, pp. 67- 94.
- Léonard J. • La préférence pour la liquidité : une formalisation des principes keynésiens », *Economies et Sociétés, Cahiers de l'ISMEA*, Série • Monnaie et Production • n°7, 1990, pp. 51-58.
- Léonard J. • Minsky entre Keynes et Hayek : une autre lecture de la crise », *Economies et Société, Economies et Sociétés*, Série Monnaie et Production, n°2, 1985, pp. 117-144.
- Léonard J. • La préférence pour la liquidité : une formalisation des principes keynésiens », *Economies et Sociétés*, série Monnaie et Production, n°7, 1990, pp. 51-58.
- Léonard J. et Norel Ph. • Système monétaire et préférence pour la liquidité : Keynes et la macroéconomie des comportements », *Economie Appliquée*, tome XLIV, n°2, 1991, p. 153-62.
- Morfaux L.M. *Vocabulaire de la philosophie et des sciences humaines*, Armand Colin, 1980, 400 p.
- Morgenstern O. *Précision et incertitude des données économiques*, Dunod, Paris, 1973, 288 p.
- Muth J.F. • Rational Expectations and the Theory of Price Movements », *Econometrica*, juillet 1961.

- Orlean A. « Incertitude et paradoxe », *Economie Appliquée*, tome XXXVIII, n°1, 1985, pp. 133-153.
- Orlean A. « Mimétisme et Anticipations Rationnelles : une perspective keynésienne », *Recherches Economiques de Louvain*, vol. 52, n°1, mars, 1986, pp. 45-66.
- Orlean A. « L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation », *Cahiers d'économie politique*, 14-15, 1988, pp. 229-242.
- Orlean A. « Mimetic Contagion and Speculative Bubbles », *Theory and Decision*, 27, 1989a, pp. 63-92.
- Orlean A. « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue économique*, n°2, mars, 1989b, pp. 241-272.
- Prigogine I. et Stengers, I. *Entre le Temps et l'Eternité*, Fayard, 1988, 222 p.
- Rosier B. *Les théories des crises économiques*, éditions La découverte, 1987, 128 p.
- Ross S.A. *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, London, Mac Millan Press, 4 volumes, 1987.
- Savage L.J. *The foundations of statistics*, Dover Publications, Inc., 2° édit., 1972 [1954].
- Serres M. « Espace et temps », Ch.1, in *Serres M. et alii. Sur l'aménagement du temps*, Denoël/Gonthier, 1981, 278 p.
- Shiller R.J. « Market Volatility and Investor Behavior », *American Economic Review*, Vol. 80, n°2, 1990, pp. 58-68.
- Sigalla J. « L'avenir et l'évaluation des actions », *Analyse financière*, 2° trimestre, 1991, pp. 66-70.
- Simon H. A. « From substantive to Procedural Rationality », in : S.J. LATSIS, *op. cit.*, 1976, pp. 129-148.
- Tobin J. « Liquidity preference as a behavior towards risk », *Review of Economic Studies*, february, 1958, pp. 65-86.
- Tobin J. « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, february, 1969, pp. 15-29.
- Tobin J. « Money », *Cowles Foundation Discussion Paper*, n°1013, Yale University, 1992, 33 p.
- Topol R. « Bubbles and Volatility of Stock prices : Effect of Mimetic Contagion », *The Economic Journal*, 101, July, 1991, pp. 186-800.
- Vate M. *Le temps de la décision*, P.U.L., 1976, 115 p.