

L'AUTO-RÉFÉRENCE DANS LA THÉORIE KEYNÉSIENNE DE LA SPÉCULATION

par André ORLEAN

La définition la plus complète de la spéculation nous semble avoir été donnée par Lord Nicholas Kaldor dans un article célèbre :

« Speculation... may be defined as the purchase (or sale) of goods with a view to resale (repurchase) at a later date, where the motive behind such action is the expectation of a change in the relevant prices relatively to the ruling price and not a gain accruing through their use, or any kind of transformation effected in them, or their transfer between markets¹. »

Cette conception est conforme à celle défendue par J.M. Keynes selon laquelle est spéculateur celui qui agit « dans l'espoir d'une plus-value » et non « pour le revenu »². La stratégie spéculative ne se donne pas pour objet l'acquisition du flux des revenus que produit, durant sa vie tout entière, le titre. Elle se définit comme un achat aujourd'hui pour une vente demain (ou l'inverse) dans le but de réaliser des gains en capital. Aussi la variable clef qui conditionne cette stratégie est l'anticipation du prix de la période suivante. Selon qu'elle est supérieure ou inférieure au prix présent, on aura des attitudes spéculatives haussière ou baissière.

Il apparaît alors que spéculation et négociabilité (ou liquidité) sont deux aspects d'une même réalité. En effet si le titre, une fois acquis, n'était plus négociable, toute spéculation serait rendue impossible. Les agents n'auraient d'autre choix que de considérer la somme infinie des dividendes. Dans ce cas, la valeur qui s'impose à eux est égale à :

$$v_t = d_t + d_{t+1}/(1+r) + \dots + d_{t+n}/(1+r)^n + \dots \quad (e)$$

où v_t est ce qu'on appelle la « valeur fondamentale » du titre à la date t ;

d_t , le dividende distribué durant la période t ;

d_{t+n}^a , l'anticipation en t sur le dividende en $t+n$;

r , le taux d'intérêt supposé constant.

Si au contraire, à la période suivante, est ouvert un marché où le titre puisse être négocié, s'introduit alors la possibilité de spéculer : au lieu de conserver le titre, l'opérateur, qui l'a acheté en t , peut décider de récolter le dividende d_t , puis de le revendre en $t+1$. Le rendement anticipé, R_t^a , associé à cette suite d'opérations, vaut :

$$P_t R_t^a = (p_{t+1}^a - p_t) + d_t(1+r)$$

où p_t représente le prix du titre en t et p_{t+1}^a , le prix en $t+1$ tel que le spéculateur l'anticipe. Le terme $(p_{t+1}^a - p_t)$ représente alors le gain en capital anticipé, et $d_t(1+r)$ est la valeur à la date $t+1$ du dividende d_t distribué durant la période t .

Paru dans les *Cahiers d'Économie Politique*
n°14-15, 1988, 229-242

Si l'on suppose que l'arbitrage conduit à ce que R_t^a soit égal à r , le prix s'écrit alors :

$$P_t = P_{t-1}^a(1+r) + d_t \quad (s)$$

La thèse centrale, que développe J.M. Keynes dans la *Théorie Générale* à propos des marchés financiers, est que les deux évaluations représentées par les formules (e) et (s) sont radicalement distinctes. Le prix et la valeur fondamentale constituent deux réalités séparées. Pour en souligner la portée, on doit commencer par remarquer que cette proposition est paradoxale dans la mesure où ces deux formules sont, d'un point de vue quantitatif, parfaitement compatibles. Si dans (s) je calcule P_{t-1}^a en utilisant l'équation (e), je trouve $P_t = v_t$. Autrement dit, v_t est une solution particulière de l'équation (s). Pour analyser cette séparation qui oppose, malgré leur apparente équivalence, prix et valeur, J.M. Keynes considère les attitudes qualitatives concrètes au sein desquelles s'élaborent ces évaluations. Il définit deux attitudes opposées : la spéculation qui s'intéresse à P_{t+1} , et l'entreprise qui cherche à déterminer (d_{t+1} , ..., d_{t+n} , ...). Il définit :

« par le terme *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 vie entière »³.

Dans la spéculation, c'est l'évaluation (s) qui est calculée ; dans l'entreprise, c'est la valeur fondamentale (e) qui est estimée. Il apparaît alors que l'opposition entre ces deux mesures est de nature qualitative. Elle a trait à la manière dont s'élabore la prévision, au type d'information qui est utilisé : l'anticipation sur le prix P_{t+1} est formée par le spéculateur à partir de l'observation du *marché* ; l'anticipation sur d_{t+n} s'établit à partir de l'observation de la *nature*. A l'extraversion de l'entreprise s'oppose l'introversion de la spéculation. La différence entre l'évaluation spéculative et l'évaluation d'entreprise s'identifie à l'hétérogénéité des formes concrètes au travers desquelles ces activités établissent leurs prévisions. Dans le comportement d'entreprise, l'agent scrute la nature, c'est-à-dire l'ensemble des conditions objectives qui déterminent la valeur du capital physique (technologies utilisées, ressources disponibles, goûts des consommateurs). Il en déduit la série des d_{t+n} . Le spéculateur, quant à lui, s'intéresse au comportement des autres opérateurs, d'où il tire P_{t+1}^a . Ce qui compte pour lui n'est pas la signification intrinsèque d'une information mais la manière dont les autres opérateurs vont réagir à cette nouvelle.

« (Les spéculateurs) se préoccupent, non de la valeur véritable d'un investissement pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie de masse, lui attribuera un mois ou un an plus tard⁴. »

La spéculation se définit, dans la *Théorie Générale*, comme une méthode prévisionnelle spécifique. Pour cette raison, on la trouve analysée dans un chapitre intitulé « L'état de la prévision à long terme ». Sa spécificité est d'être tournée vers le marché, d'être introvertie. Elle anticipe le prix de la période suivante en s'intéressant à la psychologie de la masse des opérateurs, aux facteurs qui la gouvernent et la modifient. Elle a la forme

d'une anticipation croisée, c'est-à-dire d'une anticipation qui porte sur le comportement des autres participants au marché.

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. Mais pour J.M. Keynes, ces deux dimensions n'ont pas le même statut. L'immobilité du capital est une donnée concrète, objective. La liquidité, quant à elle, est un artefact. C'est une invention humaine à laquelle ne correspond rien dans le monde réel. Dans la négociabilité ce qui compte c'est l'opinion des autres, indépendamment de sa véracité. J.M. Keynes n'a pas de mots assez durs pour stigmatiser la recherche de la liquidité.

« De toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, cette doctrine selon laquelle ce serait une vertu positive pour les institutions de placement de concentrer leurs ressources sur un portefeuille de valeurs « liquides ». Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement »⁵ ou « Mais le Stock Exchange réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent aux individus (mais non à la communauté dans son ensemble) des occasions fréquentes de réviser leurs engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau⁶. »

Aussi la dualité entreprise/spéculation s'identifie à celle du vrai et du factice : si la valeur fondamentale correspond à l'estimation juste, l'évaluation spéculative est indifférente aux informations pertinentes quant aux conditions réelles de l'activité productive. Elle se préoccupe uniquement du comportement de la masse des opérateurs, des changements de mode et d'atmosphère. Elle cherche à les anticiper mieux que la foule elle-même. Aussi J.M. Keynes oppose-t-il le sérieux de l'entreprise au caractère ludique et quelque peu irresponsable de la spéculation.

« Du point de vue de l'utilité sociale l'objet des placements éclairés devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur. En fait l'objet inavoué des placements les plus éclairés est à l'heure actuelle de « voler le départ », comme disent si bien les Américains, de piper le public, et de refiler la demi-couronne fausse ou décriée⁷. »

La spéculation est qualifiée de « passe-temps »⁸, la Bourse est comparée à un « casino »⁹ ou à « une partie de chemin de fer »¹⁰.

On est donc conduit à définir la spéculation keynésienne par la série d'oppositions qui l'explicitent :

Entreprise	/	Spéculation
Extraversion	/	Introversion
Nature	/	Marché
Immobilisation	/	Liquidité
Vrai	/	Factice

232

Le but de ce texte est de montrer l'actualité des analyses faites par J.M. Keynes dans la *Théorie Générale* à propos de la spéculation. Dans une première partie, on analysera comment cette définition de la spéculation s'insère dans la théorie traditionnelle. La deuxième partie mettra en avant les propriétés de la logique keynésienne. Il sera intéressant de montrer en quoi la vision du lien social qui s'élabore à cette occasion diffère de celle contenue dans la philosophie spontanée de l'Economie Politique. La troisième partie comparera ces propriétés à celles obtenues par le courant des anticipations rationnelles. On en déduira l'originalité du programme de recherche-keynésien.

LA THÉORIE GÉNÉRALE FACE AUX ANALYSES TRADITIONNELLES DE LA SPÉCULATION

La théorie traditionnelle ¹¹ distingue deux conceptions de la spéculation. Dans un premier cas, la spéculation a pour origine l'existence d'agents ayant des aversions vis-à-vis du risque différentes. Son rôle est de permettre un transfert du risque, des individus qui y sont les plus sensibles à ceux dont la sensibilité est moindre. Sa fonction sociale est identique à celle que remplit un système d'assurances. Dans un deuxième cas, c'est l'existence de croyances distinctes qui est supposée engendrer la spéculation. Les opérateurs possédant les meilleures informations peuvent, grâce à celles-ci, réaliser des profits en spéculant. Ce faisant, la spéculation améliore la justesse du prix en intégrant toutes les informations pertinentes disponibles. Telle est alors sa fonction sociale. Les noms de J. Hirschleifer et H. Working sont associés à cette dernière conception ; ceux de J. Hicks et J.M. Keynes à la première.

Comme l'indiquent explicitement J. Hicks ¹² et J. Hirschleifer ¹¹, le texte de J.M. Keynes qui est utilisé pour légitimer l'association de son nom à la théorie de la spéculation comme transfert de risque est le chapitre 29, « Fluctuations in the Rate of Investment — III. Liquid Capital » de *A Treatise on Money* ¹³. Il s'agit plus précisément de deux courts passages, le premier, page 137 ; le second, pages 142 à 144. C'est ce dernier auquel J. Hicks fait référence dans *Valeur et Capital* à la note 1 de la page 125 ¹². Ils concernent les marchés à terme de marchandises. J.M. Keynes observe que l'action des spéculateurs va faire en sorte que le prix à terme se situera à un niveau inférieur au prix anticipé pour la date correspondante.

« Cette différence détermine la somme que ceux qui cherchent à se couvrir ont à verser aux spéculateurs pour que ces derniers acceptent de couvrir le risque d'une fluctuation des prix en question ¹⁴. »

Or cette vision du spéculateur comme agent prêt à couvrir des risques disparaît *totale*ment de la *Théorie Générale*. Aussi l'appellation keynésienne attachée à ce type d'analyse nous semble inappropriée, voire incorrecte dans la mesure où elle dénature la pensée de J.M. Keynes. En effet, on ne peut comparer les quelques paragraphes du *Traité* aux développements longs et circonstanciés que la *Théorie Générale* consacre à la spéculation. L'enjeu de la *Théorie Générale* en matière financière réside, selon nous, dans l'élaboration d'une conception autoréférentielle de l'arbitrage spéculatif.

233

Dans la *Théorie Générale*, la propension à adopter un comportement de spéculateur n'est en aucune manière liée à des caractéristiques individuelles, qu'ils s'agissent d'aversion vis-à-vis du risque ou de tout autre donnée. *La spéculation apparaît comme la réponse appropriée des agents aux contraintes sociales que leur impose le développement de la liquidité.* Elle est la forme de comportement adaptée à l'existence d'un vaste marché financier organisé.

« Pour l'investisseur professionnel, c'est-à-donc une obligation impérieuse de s'attacher à anticiper ceux des changements prochains dans l'ambiance et l'information que l'expérience fait apparaître comme les plus propres à influencer la psychologie de masse du marché. Telle est la conséquence inévitable de l'existence de marchés financiers conçus en vue de ce qu'on est convenu d'appeler "la liquidité" ¹⁵. »

Ainsi l'opposition entreprise/spéculation ne doit pas être interprétée en termes d'inclinaisons personnelles. Elle ne décrit pas des relations statiques s'établissant entre deux groupes *a priori* identifiables. Elle analyse le processus au travers duquel le développement de la liquidité détruit la logique d'entreprise. L'importance théorique et pratique de ce processus doit être soulignée : dire que, sur les marchés financiers développés, la spéculation domine inévitablement l'entreprise, c'est signifier que les évaluations qu'ils produisent vont s'éloigner inexorablement des valeurs fondamentales. Dans ces conditions, la logique financière ne saurait fournir au reste de l'économie les signaux permettant une sélection pertinente des investissements. Ils ne reflètent pas une information sur les conditions à long terme de la croissance. Ils expriment l'état de la psychologie à court terme des participants.

J.M. Keynes analyse deux situations où l'évaluation d'entreprise se voit dominer par la spéculation. Pour que sa démonstration soit exemplaire, il considère, dans les deux cas, un agent agissant « à la lumière des prévisions véritables à long terme les plus parfaites qu'il puisse obtenir », c'est-à-dire le cas où l'évaluation d'entreprise est la plus exacte qu'on puisse concevoir. Dans les deux cas, il apparaît plus rationnel, autrement dit plus profitable et moins risqué, de déterminer sa position sur le marché en fonction de l'opinion moyenne qui y prévaut, qu'en fonction de ses prévisions à long terme, quelle que soit la certitude que l'on ait quant à leur justesse. Le premier cas est trivial. Si un individu croit que :

« la valeur justifiée par le rendement escompté est 30 », et s'il « croit aussi que trois mois plus tard le marché l'évaluera à 20... il ne serait pas raisonnable de le payer (aujourd'hui) 25 » ¹⁶.

Aussi, alors que son évaluation d'entreprise en fait un hausser, il interviendra à court terme comme baissier. Le deuxième cas est plus fin. Si un individu est persuadé de la valeur de long terme d'un investissement, il ne pourra faire abstraction des fluctuations momentanées du marché que dans la mesure où ses ressources sont suffisamment importantes pour le mettre à l'abri d'une liquidation inopinée. En effet, dans le cas contraire, s'il n'est pas à l'abri d'une catastrophe, la différence entre son évaluation subjective et la cotation du marché mesure la perte qu'il encourt en cas de liquidation. Il sera donc amené, pour se prémunir contre une perte excessive, à moduler ses engagements en fonction de

l'état à court terme du marché de façon à ne pas faire apparaître un écart trop important entre sa position de long terme et l'état du marché. Tenir compte de l'état à court terme que présente la psychologie du marché s'impose donc à tous comme une contrainte incontournable. Les opérateurs ne peuvent pas faire comme si les cotations au jour le jour n'existaient pas. Ils vont être obligés de les intégrer à leurs stratégies, indépendamment de leurs perspectives de long terme. La spéculation est alors l'attitude rationnelle parce que c'est elle qui intègre le plus complètement cette contrainte. Aussi va-t-elle se développer, au détriment de l'entreprise, au fur et à mesure que la logique marchande va s'intensifier. Dans la spéculation comme introversion, l'arbitrage financier nous donne à voir sa nature véritable, sa rationalité. La seule information profitable est celle qui concerne le marché lui-même. La spéculation fait ainsi entrer le marché dans une logique autocentrée, autoréférentielle. Cela conduit J.M. Keynes à un diagnostic très critique quant à la capacité des marchés financiers à fournir au reste de l'économie les bonnes informations et les bonnes prévisions. Contrairement aux autres théories traditionnelles, « l'expérience n'indique pas clairement que la politique de placement qui est socialement avantageuse coïncide avec celle qui rapporte le plus »¹⁷.

La conclusion qu'on peut tirer de ces réflexions est que, contrairement aux thèses libérales, l'arbitrage financier spéculatif ne permet pas l'édification d'un système d'informations efficace. En effet, de par sa dynamique propre, il enferme les agents dans une logique de court terme. Plus profondément il apparaît que les formes sociales qui sont capables de produire des estimations adéquates, ce que J.M. Keynes appelle l'entreprise, se désagrègent sous l'effet de la liquidité. Aussi la question se pose de savoir comment l'économie marchande peut être guidée efficacement. Pour J.M. Keynes, cela n'est possible que si la liquidité des actifs est affaiblie. Il écrit :

« La marge des jobbers, les courtages onéreux, les lourdes taxes d'Etat sur les transferts, qui sont prélevés sur les transactions au Stock Exchange de Londres, diminuent suffisamment la liquidité du marché... pour en éliminer une grande partie des opérations qui caractérisent Wall Street. La création d'une lourde taxe d'Etat frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux Etats-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise »¹⁸.

Ces remarques doivent résonner bien étrangement aux oreilles des milieux financiers contemporains qui ont mis, au centre de leurs stratégies d'innovations, la recherche de la liquidité.

Aussi, pour J.M. Keynes, l'efficacité d'une régulation économique nécessite la présence de formes sociales échappant, au moins partiellement, à la contrainte de liquidité, en particulier à la tyrannie des évaluations de marché. C'est seulement au sein de telles formes sociales qu'on peut espérer voir s'élaborer des stratégies économiques intégrant les exigences du développement à long terme. Dans la *Théorie Générale*, c'est essentiellement à l'Etat que J.M. Keynes pense pour jouer ce rôle.

SPÉCULARITÉ ET AUTORÉFÉRENCE : L'ARTIFICIALISME KEYNESIEN

Ce qui est constitutif de la spéculation keynésienne est le fait que l'anticipation sur les prix est formée par les spéculateurs sur la base de

l'observation des autres opérateurs. C'est ce qu'on a appelé son *introversion*. En cela la spéculation ne fait que tirer les conclusions des conditions de fonctionnement propres aux marchés financiers, à savoir que le prix qui prévaut à chaque instant est *identique* au jugement que la communauté des intervenants se fait quant à la valeur du titre négocié. En effet, en supposant même que l'on puisse définir et calculer sans ambiguïté une valeur fondamentale, v , associée au titre, celle-ci ne saurait déterminer, dans le court terme, le prix du marché que dans la stricte mesure où la majorité des opérateurs pensent que cette évaluation est effectivement la valeur fondamentale. Ce qui a force de loi sur le marché, c'est uniquement l'opinion moyenne des échangistes. La rationalité de l'arbitrage financier nous contraint donc à déterminer notre comportement en fonction des anticipations des autres agents, et d'elles seules. Connaître la valeur fondamentale n'ajoute aucune information supplémentaire sur le prix de la période suivante. C'est ce que fait la spéculation, qui s'affirme à nouveau ainsi comme l'intériorisation parfaite dans les comportements privés des contraintes engendrées par la tyrannie de la liquidité.

Pour souligner cette coupure entre valeur fondamentale et prix, J.M. Keynes insiste beaucoup sur l'ignorance de la foule des opérateurs, situation qui renforce encore l'inutilité de connaître la valeur fondamentale pour prévoir le prix de la période suivante. C'est là un thème récurrent :

« Les personnes qui n'ont aucune connaissance particulière posent de jour en jour une fraction plus importante de l'investissement global de la communauté. Il en résulte que, dans l'évaluation des investissements... l'élément de connaissance réelle a sérieusement diminué » ; « (Dans ces conditions, l') évaluation conventionnelle (est le) fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants... (elle dépend des) fantaisies des individus ignorants livrés à leurs propres lumières »¹⁹.

La subjectivité du marché introduit une coupure radicale entre le monde réel des activités économiques et le prix coté. Elle est le lieu de turbulences infinies et aléatoires. Elle échappe à tout processus de calcul ou de déchiffrement systématique. Ainsi J.M. Keynes met l'accent sur le poids des « humeurs », de l'« atmosphère », du « climat », de la « digestion », etc.²⁰.

Un argument d'une autre nature va également conduire à donner une importance centrale à la subjectivité. Il s'agit de l'incertitude qui, comme le rappelle la note 1 de la page 160, ne se confond pas, dans la pensée de J.M. Keynes, avec la notion de probabilité. Elle conduit à faire de la valeur fondamentale un concept ambigu. En effet la connaissance des rendements futurs, d_{t+n} , qui rentrent dans le calcul de la valeur fondamentale, v , selon la formule traditionnelle (e), est problématique, voire impossible.

« Le fait marquant... est l'extrême précarité des bases sur lesquelles nous sommes obligés de former nos évaluations des rendements escomptés. Notre connaissance des facteurs qui gouvernent le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très frêle et souvent négligeable... les données dont on dispose se réduisent à bien peu de choses, parfois à rien »²¹, « notre connaissance actuelle ne saurait fournir la base d'une prévision calculée mathématiquement »²².

136

Aussi l'évaluation de v , du fait de l'ambiguïté provoquée par l'incertitude, intègre nécessairement des éléments d'appréciation subjective :

« ... l'état de la prévision à long terme... ne dépend pas seulement de la prévision la plus probable qu'on peut faire. Il dépend aussi de la *confidence* avec laquelle on la fait... »²³.

Soit que v ne puisse être calculée, soit qu'elle intervienne au travers des interprétations que les opérateurs en donnent, le résultat est le même : le marché se trouve livré à sa propre subjectivité, dépossédé de toute transcendance qui, de l'extérieur, viendrait régler le processus d'évaluation. Cette déconnection du marché financier et des grands équilibres économiques objectives est ce par quoi l'analyse keynésienne se distingue radicalement des thèses traditionnelles. J.M. Keynes insiste sur le rôle des représentations individuelles *a priori* dans le déchiffrement des informations. Ces représentations introduisent une séparation/médiation entre l'évaluation financière et le monde des activités productives. Dans la théorie traditionnelle, on appelle « bulles spéculatives » des situations où le prix observé diffère de la valeur fondamentale. Pour ce corps de doctrine, il s'agit de situations pathologiques qui apparaissent dans des circonstances exceptionnelles. Elles sont le résultat de comportements individuels irrationnels. Pour le keynésianisme, l'existence d'une différence entre valeur et prix est inscrite dans les modalités mêmes de fonctionnement des marchés. Les bulles n'ont rien d'irrationnel. Au contraire, c'est la rationalité même du marché qui les produit. Pour J.M. Keynes, elles sont la conséquence de la recherche de la liquidité.

Si la liquidité a un tel effet, c'est parce qu'elle instaure l'opinion moyenne comme évaluation légitime, comme évaluation de référence. C'est à partir d'elle que les opérateurs sont obligés de se déterminer, quelle que soit sa véracité intrinsèque. Cette opinion moyenne ne connaît d'autre maître que sa subjectivité débridée. La spéculation définie comme *introversion* enregistre ces données de fonctionnement et en tire les conséquences en matière de stratégie individuelle. Aussi elle ne possède plus les propriétés d'efficacité et d'optimalité que lui reconnaissent, en général, les analyses traditionnelles. La question est maintenant de savoir comment se comporte un marché où n'existent que des spéculateurs.

En l'absence de valeur extérieure, les agents se tournent vers le groupe lui-même. Chacun cherche à deviner l'opinion moyenne. C'est cette caractéristique de fonctionnement qui définit une structure autoréférentielle²⁴. En effet, dans cette situation, la référence à partir de laquelle les agents déterminent leur comportement n'est pas une norme extérieure au processus analysé ; il s'agit d'une grandeur produite par le processus lui-même, en l'occurrence l'opinion moyenne. La confusion norme/moyenne est au cœur de la dynamique autoréférentielle. Ce que J.M. Keynes comprend alors admirablement bien est le caractère hautement paradoxal de l'autoréférence, qui tient au fait que ce qu'on anticipe est simultanément un produit de l'anticipation ! Aussi deviner l'opinion moyenne ne peut s'arrêter à un premier degré d'anticipation. En effet, chacun faisant de même, anticiper l'opinion de l'autre, c'est anticiper la manière dont l'autre anticipe l'opinion moyenne. A ce deuxième degré, on cherche à « découvrir ce que l'opinion moyenne croit être l'opinion moyenne »²⁵. Mais le processus continue selon un jeu de miroirs en abîme jusqu'à l'infini, jusqu'à mettre en scène une réflexivité infinie.

137

J.M. Keynes perçoit parfaitement ce processus comme le montre la célèbre citation du jeu de photographies :

« ... la technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents (souligné par nous). Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il en peut juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considérera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou cinquième degré ou plus loin encore »²⁶.

Un tel processus en miroir peut être qualifié de spéculaire. Cette spécularité est la conséquence de la nature autoréférentielle de la règle imposée aux participants du concours. Il s'agit pour chacun de se rapprocher de la sélection moyenne. Si la beauté avait été définie à l'aide de critères transcendants, il n'y aurait pas eu de spécularité. Chacun aurait alors cherché à deviner les critères objectifs définissant la Beauté, sans que cette recherche ne vienne elle-même modifier en retour ces critères. Aussi la spécularité apparaît-elle comme le mode d'expression de l'intersubjectivité au sein des groupes privés de transcendance. En conséquence elle nous fournit le principe d'intelligibilité de la spéculation. Comme l'indique l'étymologie, la spéculation est affaire de miroirs. La clôture totale du marché sur lui-même s'exprime alors comme spécularité absolue, comme réflexivité infinie des jugements.

On peut énoncer certaines propriétés que vérifient les états vers lesquels ce type de processus autoréférentiel converge. Ils sont tels que les anticipations formées ex-ante par les agents se réalisent ex-post. Tel est le critère de convergence. Il remplace le critère d'équilibre. On parlera alors d'états *autoréalisateurs*. Une forme particulière de configuration d'anticipations s'autoréalisant est l'unanimité²⁷. Puisque la contrainte imposée par l'autoréférence est purement interne, dans la mesure où elle met le groupe face à lui-même, il est clair que le prix qui émerge alors n'aura aucune raison d'être conforme avec les nécessités de l'activité économique. De ce point de vue, l'autoréalisation exprime pleinement l'autonomie spéculative du marché vis-à-vis des grandeurs réelles. Une autre propriété intéressante est le fait que, en règle générale, on a une multiplicité de points de convergence. La réalisation d'un point plutôt qu'un autre étant aléatoire. Ces propriétés apparaissent clairement dans les passages de la *Théorie Générale* consacrés à la détermination du taux de l'intérêt :

« Peut-être serait-il plus exact de dire que le taux d'intérêt est au plus haut degré un phénomène conventionnel plutôt que psychologique, car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante estime

qu'on la prévoit. Un taux d'intérêt quelconque que l'on accepte avec une foi suffisante en ses chances de durer durera effectivement... il peut osciller pendant des décennies autour d'un niveau chroniquement trop élevé pour permettre le plein emploi, surtout si l'opinion dominante croit que le taux d'intérêt s'ajuste automatiquement, de sorte que le niveau établi par convention est considéré comme ancré en des fondements objectifs beaucoup plus résistants qu'une convention²⁸...

Le taux d'intérêt sur lequel convergent les arbitrages est quelconque. La convergence se définit comme l'autoréalisation des opinions. Elle s'obtient, non pas en vertu d'une adéquation quelconque de ce taux aux contraintes réelles, bien au contraire puisque ce taux ne permet pas le plein emploi, mais parce que chacun s'accorde sur cette valeur arbitraire. Une telle situation répond à la catégorie de *prophétie autoréalisatrice*.

Les idées d'autoréalisation, de spécularité et d'indétermination construisent une image du lien social qu'on peut qualifier d'artificialiste. Elle met en scène une communauté qui s'auto-organise et définit ses propres conventions. Dans cette idée artificialiste, on retrouve concentré tout le caractère facile de la liquidité. Ces propriétés synthétisent l'ensemble des critiques que J.M. Keynes adresse aux marchés financiers, et au rôle qu'ils jouent dans la détermination, tant en niveau qu'en structure, de l'investissement. Il est absurde, selon lui, de laisser à de telles forces aveugles le soin de déterminer les variables économiques les plus déterminantes pour l'économie, comme par exemple le taux de l'intérêt, et, ajoutons-nous, le taux de change.

LA THÉORIE GÉNÉRALE FACE AUX ANTICIPATIONS RATIONNELLES

Lorsqu'on récapitule les résultats qu'obtient J.M. Keynes tout au long de son analyse des marchés financiers, on est frappé par leur ampleur et leur originalité. Pour s'en convaincre, on peut citer ceux d'entre eux que notre lecture a identifiés comme centraux dans l'élaboration d'une conception autoréférentielle de la spéculation :

- L'importance stratégique de la notion d'anticipation croisée dans la compréhension de la spéculation.
- La rationalité des comportements individuels et l'apparition de « bulles spéculatives » ne sont nullement incompatibles, tout au contraire.
- L'équilibre vers lequel converge la dynamique spéculative se définit comme un état où les anticipations se trouvent autoréalisées.
- Il y a multiplicité des équilibres possibles.
- La politique économique est inséparable d'une action sur les représentations individuelles.

On est alors face à une série de propositions qui sont, aujourd'hui, développées par le courant des anticipations rationnelles. On s'interrogera sur la signification d'une telle convergence, *a priori* inattendue s'agissant d'univers théoriques si dissemblables²⁹.

En cherchant à obtenir une formalisation adéquate des anticipations privées, la théorie « orthodoxe » contemporaine a été amenée à accorder une plus grande importance aux représentations *a priori* des agents, ainsi qu'à leurs transformations. Ce nouvel intérêt a logiquement conduit la

doctrine orthodoxe à considérer des états qui étaient stationnaires dans le sens où les représentations *a priori* des agents se trouvaient validées ex-post. M. Spence, à propos du marché du travail, écrit :

« The system will be stationary if the employer starts out with conditional probabilistic beliefs that after one round are not disconfirmed by the incoming data they generated. We shall refer to such beliefs as self-confirming³⁰. »

Ainsi s'est développée la notion d'équilibre d'autoréalisation. Un très bel exemple est donné par C. Azariadis, à propos de la croyance en le rôle économique des taches solaires, dans un article au titre révélateur, *Self-fulfilling Prophecies*³¹. Conformément aux analyses de la *Théorie Générale*, il est apparu que de tels équilibres n'ont aucune raison d'être « efficaces », au sens où, par exemple, ils vérifieraient les conditions parétiennes d'optimalité. En outre, ils sont source d'indétermination, comme le note C. Azariadis :

« Self-fulfilling prophecies are by their very nature a source of indeterminacy, augmenting appreciably the already very large number of perfect-foresight equilibria³²... »

Au centre de ces développements théoriques, on trouve l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Nos analyses nous conduisent à distinguer l'utilisation de cette hypothèse selon qu'on considère un marché financier, un marché de marchandises ou le marché du travail. Dans ces deux derniers cas, l'hypothèse de rationalité signifie une efficacité plus élevée des équilibres walrassiens, liée au fait qu'une plus grande information est utilisée. Dans le cas des marchés financiers, l'effet de l'hypothèse de rationalité a été tout autre. Elle a débouché sur la prise en compte des phénomènes d'autovalidation dans la logique financière. Telle est notre thèse. Cette prise en compte ouvre, selon nous, une crise au sein du paradigme standard. Elle désigne une insuffisance des principes walrassiens pour analyser ce type de marché. Cette asymétrie des effets de l'hypothèse d'anticipations rationnelles ne doit pas trop étonner. Il faut la mettre en relation avec les spécificités qui différencient fortement ces deux types de marché.

En matière de spéculation, l'hypothèse d'anticipations rationnelles a conduit à montrer que, contrairement aux idées antérieures, il n'y a pas d'antagonismes entre l'existence de bulles spéculatives et le fait que les comportements soient rationnels. On parle, dans une telle situation, de bulles rationnelles. En effet, la solution de l'équation d'arbitrage :

$$p_{t+1} = (1+r)p_t + d_t$$

dans le cas où l'anticipation sur p_{t+1} est rationnelle, est égale à la somme de deux termes :

$$p_t = v_t + B_t$$

A côté de la valeur fondamentale, v_t , s'introduit un nouveau terme, B_t , la bulle rationnelle. Ce deuxième terme correspond à un processus d'anticipations autovalidantes. Elles sont telles que, quelles que soient les grandeurs réelles mises en jeu par le titre considéré, les anticipations de prix sont égales au prix réalisé de la période antérieure, corrigé d'un facteur d'escompte³³. Cette composante autovalidante répond à l'équation :

$$E(B_{t+1}|I_t) = (1+r)B_t$$

On note que cette équation admet une infinité de solutions, et que toutes ces solutions sont indépendantes des caractéristiques déterminant la valeur fondamentale. J.M. Harrison et M. Kreps ont montré que ces bulles pouvaient être engendrées par des dynamiques d'anticipations croisées du type de celle décrite par J.M. Keynes dans le concours de photographies³⁴. Un exemple de solution est la bulle déterministe exponentielle :

$$B_t = B_0(1+r)^t$$

Pour le keynésianisme, cette situation n'a rien d'énigmatique. Il nous semble en effet que, conformément à la lecture antérieure de la *Théorie Générale*, on peut en donner l'interprétation suivante. L'hypothèse d'anticipations rationnelles signifie que l'anticipation du prix, sachant l'information I_t , est, en moyenne, égale au prix réalisé ; ce qui s'écrit :

$$E(p_{t+1}|I_t) = p_{t+1}$$

La rationalité qui est ainsi imposée est de nature autoréférentielle. Elle exige une conformité du prix anticipé à la dynamique produite par le marché. Cette situation est rationnelle au sens où elle respecte les exigences d'un arbitrage optimal. Elle correspond à la rationalité de ce que J.M. Keynes appelle la spéculation. Or le keynésianisme a montré que cette logique était tout à fait compatible avec l'existence de bulles autovalidantes. La bulle B correspond à cette possibilité d'autovalidation qui est inscrite dans la nature autoréférentielle de l'arbitrage. Ce terme exprime cette perversité intrinsèque de la spéculation qui conduit à une fermeture du marché sur lui-même, à une déconnection des prix et des valeurs. D'une certaine manière le keynésianisme comprend mieux que les théoriciens des anticipations rationnelles le pourquoi de ce terme énigmatique. En effet ce courant de pensée voit dans la forme autoréférentielle des anticipations l'expression centrale de la crise potentielle de la logique de l'arbitrage, à savoir sa propension à se refermer sur elle-même.

On voit donc que la théorie contemporaine retrouve, avec quarante années de retard, tous les résultats que J.M. Keynes avait mis en avant dans la *Théorie Générale*. Ce qui distingue alors le courant keynésien et l'analyse orthodoxe est la manière dont ces résultats sont interprétés et, en conséquence, la manière dont est envisagé le programme de recherches. Pour le courant orthodoxe, les situations que nous avons étudiées sont considérées, plus ou moins, comme des situations pathologiques. Le keynésianisme les perçoit, au contraire, comme tout à fait caractéristiques du fonctionnement des marchés financiers.

Pour la théorie orthodoxe, il s'agit de montrer que ce sont des situations singulières qui peuvent être dépassées par une configuration *ad hoc* des marchés financiers. Pour le keynésianisme la question est la suivante : étant donné que la logique de marché implique nécessairement une fermeture spéculative du marché sur lui-même, comment peut se constituer une instance extérieure à l'arbitrage spéculatif capable de fournir aux agents des données et des représentations saines du développement économique ? Cette question n'a pas de sens pour l'orthodoxie qui conçoit que le marché est *a priori* la forme efficace de prise en compte des informations. En fait, cette théorie ne s'aperçoit pas qu'en prenant en compte des phénomènes représentationnistes, elle a, à son insu, changé d'univers théorique. La modernité de la *Théorie Générale* est de saisir

les bases de ce nouveau paradigme, et d'en comprendre les implications théoriques.

CONCLUSION

La notion d'autoréférence fournit une bonne description des analyses menées dans la *Théorie Générale* sur le fonctionnement des marchés financiers. Elle exprime la tendance de ces marchés à se clore sur eux-mêmes, à s'autonomiser par rapport aux contraintes objectives que véhicule leur environnement. Cette situation se réalise au travers de l'émergence de bulles spéculatives autovalidantes. Approfondir cette notion et ses propriétés devrait être l'un des enjeux de la pensée keynésienne moderne. De ce point de vue, les formalismes développés par le courant des anticipations rationnelles sont des outils précieux. Ils autorisent une bonne description de la spécularité propre à ces marchés.

La notion d'autoréférence fournit, en outre, une image originale du lien social marchand, dans la mesure où elle accorde un rôle important aux représentations individuelles des agents. Cette conception devrait être développée. Elle conduit à prendre en compte des formes d'organisation, d'interdépendance qui ne se réduisent pas au contrat privé. Ce sont alors les notions de convention, d'institution, de représentations collectives qui pourraient être explicitées. Tel est un des enjeux centraux de l'hétérodoxie keynésienne : comprendre comment émergent et se reproduisent des rapports sociaux distincts de l'arbitrage concurrentiel. On a vu dans notre étude de la *Théorie Générale* que la critique, que fait J.M. Keynes de la logique spéculative, le conduisait à considérer des processus d'information distincts des mécanismes concurrentiels. Cette voie devrait être explorée systématiquement.

CREA-CNRS

NOTES

1. Kaldor (N.), *Speculation and Economic Activity*, *Review of Economic Studies*, VII (octobre 1939), pp. 1-27.
2. Keynes (J.M.), *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, Petite Bibliothèque Payot, n° 139, 1971, page 171.
3. Keynes (J.M.), *ibid.*, page 170.
4. *Ibid.*, page 167.
5. *Ibid.*, page 167.
6. *Ibid.*, page 163.
7. *Ibid.*, pp. 167-8.
8. *Ibid.*, page 169.
9. *Ibid.*, page 171.
10. *Ibid.*, page 168.
11. Le terme « théorie traditionnelle » est volontairement flou. Il correspond à l'ensemble de la littérature citée par Hirschleifer (J.) dans « Speculation and Equilibrium : Information, Risk and Markets », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. LXXXIX, n° 4, novembre 1975, pp. 519-42, ainsi qu'à cet article lui-même et aux prolongements auxquels il a donné lieu. On citera, par exemple, Salant (S.W.), « Hirschleifer on Speculation », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. XC, n° 4, novembre 1976, pp. 667-75 ; ou Feiger (G.), « What is Speculation », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. XC, n° 4, novembre 1976, pp. 677-87. On exclura de cet ensemble la littérature qui s'est développée postérieurement autour du concept d'anticipation rationnelle. Le rapport de la *Théorie Générale* à ce courant fera l'objet de la partie 3 du présent texte.

- 242
12. Hicks (J.R.), *Valeur et Capital*, Collection Finance et Economie Appliquée, Dunod, 1981, pp. 124-5 ; en particulier la note 1 de la page 125.
 13. Keynes (J.M.), *A Treatise on Money*, Volume II, Macmillan and Co, Londres, 1960.
 14. Hicks (J.R.), *ibid.*, page 125.
 15. Keynes (J.M.), *ibid.*, page 167.
 16. *Ibid.*, page 167.
 17. *Ibid.*, page 169.
 18. *Ibid.*, page 172.
 19. *Ibid.*, page 166.
 20. *Ibid.*, page 174.
 21. *Ibid.*, page 162.
 22. *Ibid.*, page 165.
 23. *Ibid.*, page 161.
 24. Sur le concept d'autoréférence, on pourra se reporter à J.P. Dupuy, *Ordres et Désordres*, 1982, Le Seuil.
 25. *Ibid.*, page 171.
 26. *Ibid.*, page 168.
 27. Dans Orlean (A.), Mimétisme et Anticipation Rationnelle : une Perspective Keynésienne, *Recherches Economiques de Louvain*, n° 1, mars 1986, on a décrit plus précisément cette dynamique en utilisant une forme de spéculation introvertie, le mimétisme.
 28. Keynes (J.M.), *ibid.*, page 212.
 29. Sur cette conception des anticipations rationnelles voir Orlean (A.) (1986) *op. cit.* et Orlean (A.), Régulation Monétaire et Anticipations Rationnelles, *Economie Appliquée*, tome XXXVI, n° 1, 1983, pp. 207-28.
 30. Spence (M.), Job Market Signaling, *Quarterly Journal of Economics*, vol. LXXXVIII, août 1973, n° 3, pp. 335-74.
 31. Azariadis (C.), Self-Fulfilling Prophecies, *Journal of Economic Theory*, 25, 1981, pp. 380-96.
 32. *Ibid.*, page 395.
 33. Blanchard (O.J.) et Watson (M.W.), Bulles, Anticipations Rationnelles et Marchés Financiers, *Annales de l'INSEE*, n° 54, pp. 79-99, 1984.
 34. Harrison (J.M.) et Kreps (D.M.), Speculative Investor Behaviour in a Stock Market with Heterogeneous Expectations, *Quarterly Journal of Economics*, n° 2, mai 1978, pp. 323-36.