

André Orléan

## La valeur économique comme fait social : la preuve par les évaluations boursières

---

### Avertissement

Le contenu de ce site relève de la législation française sur la propriété intellectuelle et est la propriété exclusive de l'éditeur.

Les œuvres figurant sur ce site peuvent être consultées et reproduites sur un support papier ou numérique sous réserve qu'elles soient strictement réservées à un usage soit personnel, soit scientifique ou pédagogique excluant toute exploitation commerciale. La reproduction devra obligatoirement mentionner l'éditeur, le nom de la revue, l'auteur et la référence du document.

Toute autre reproduction est interdite sauf accord préalable de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France.

**revues.org**

Revues.org est un portail de revues en sciences humaines et sociales développé par le Cléo, Centre pour l'édition électronique ouverte (CNRS, EHESS, UP, UAPV).

---

### Référence électronique

André Orléan, « La valeur économique comme fait social : la preuve par les évaluations boursières », *Revue de la régulation* [En ligne], 18 | 2e semestre / Autumn 2015, mis en ligne le 20 décembre 2015, consulté le 09 février 2016. URL : <http://regulation.revues.org/11441>

Éditeur : Association Recherche & Régulation

<http://regulation.revues.org>

<http://www.revues.org>

Document accessible en ligne sur :

<http://regulation.revues.org/11441>

Document généré automatiquement le 09 février 2016.

© Tous droits réservés

André Orléan

# La valeur économique comme fait social : la preuve par les évaluations boursières

## Introduction

- 1 Pour donner à comprendre la direction prise par mes recherches depuis *L'empire de la valeur* (Orléan, 2011), il n'est pas d'énoncé plus adapté que celui-ci : « la valeur économique est un fait social ». À condition de donner à « fait social » le sens que lui attribue Émile Durkheim dans le premier chapitre des *Règles de la méthode sociologique*, précisément intitulé « Qu'est-ce qu'un fait social ? », à savoir : « des manières d'agir, de penser et de sentir, extérieures à l'individu, et qui sont douées d'un pouvoir de coercition en vertu duquel [elles] s'imposent à lui » (Durkheim, 1993, p. 5). Ce faisant, il s'agit — pour l'économiste que je suis — de reconnaître qu'il existe des pouvoirs extérieurs aux individus, dont la source est la société elle-même ; pouvoirs qui façonnent ce que Durkheim nomme « les manières d'agir, de penser et de sentir » des individus. En ce sens, évaluer c'est juger de la capacité « objective » de tel dispositif — objet ou personne — à affecter les membres d'une société pour les faire agir selon une certaine direction. À nouveau, il faut citer Durkheim :

[...] quand je dis : cet homme a une haute valeur morale ; [...] ce bijou *vaut* tant. Dans tous les cas, j'attribue aux êtres et aux choses dont il s'agit un caractère objectif, tout à fait indépendant de la manière dont je le sens au moment où je me prononce [...] Personnellement, je puis n'attacher aux bijoux aucun prix ; leur valeur n'en reste pas moins ce qu'elle est au moment considéré [...] Toutes ces valeurs existent donc, en un sens, en dehors de moi. (Durkheim, 1911, p. 91)

Pour Durkheim et ses disciples, cette puissance que possèdent en propre les valeurs trouve son origine dans la vie en société, dans « les sentiments collectifs et les idées collectives qui font l'unité et [la] personnalité » (Durkheim, 2003, p. 610) d'une société :

[...] de l'association des hommes se dégage une force, douée d'un pouvoir de pression aussi bien que d'attraction, et c'est précisément cette force originale que nous voyons à l'œuvre dans le monde des valeurs. (Bouglé, 1922, p. 29-30)

- 2 La conception de la valeur qui vient d'être succinctement rappelée est en opposition frontale avec celle défendue par la théorie marginaliste qui constitue, depuis 140 ans, le socle incontesté de la théorie économique. En effet, au nom de son individualisme revendiqué, cette dernière refuse vigoureusement toute idée de « valeur sociale ». Dans le cadre marginaliste, ce qui est premier, ce à quoi tout se ramène en dernière instance, ce sont les appréciations *individuelles* de valeur. En vertu de l'hypothèse de souveraineté de l'individu, celles-ci n'ont pas à être justifiées ; elles sont ce qu'elles sont et l'économiste doit s'incliner devant le droit absolu du consommateur à la versatilité et aux caprices. Ainsi, l'économiste néo-autrichien Murray Rothbard a-t-il pu écrire que :

L'évaluation individuelle [était] la clef de voûte de la théorie économique [...] L'essence et la force motrice de l'action humaine, et en conséquence de l'économie de marché, ce sont les évaluations des individus. Une action est le résultat d'un choix parmi des alternatives, et un choix reflète des valeurs, c'est-à-dire des préférences individuelles concernant ces alternatives. (Rothbard, 1956, p. 224)

Dans un tel cadre, l'hypothèse d'une autonomie du social, source d'une autorité *sui generis*, est un non-sens absolu. Il n'existe pas de groupe mais seulement des individus.

- 3 Enfin, cette introduction à ma conception de la notion de « valeur » — conception qui ne se confond en rien avec l'idée de « préférences individuelles » —, ne saurait être complète sans la mobilisation de deux citations de Durkheim, tirées des *Formes élémentaires de la vie religieuse* :

La vraie fonction de la religion n'est pas de nous faire penser, d'enrichir notre connaissance [...] mais de nous faire agir, de nous aider à vivre. Le fidèle qui a communiqué avec son dieu n'est pas

seulement un homme qui voit des vérités nouvelles que l'incroyant ignore ; c'est un homme qui peut davantage. Il sent en lui plus de force. (Durkheim, 2003, p. 595)

Ou encore :

Ce que nous trouvons à l'origine et à la base de la pensée religieuse, ce ne sont pas des objets ou des êtres déterminés [...] ; mais ce sont des pouvoirs indéfinis, des forces anonymes. (*Ibid.*, p. 285)

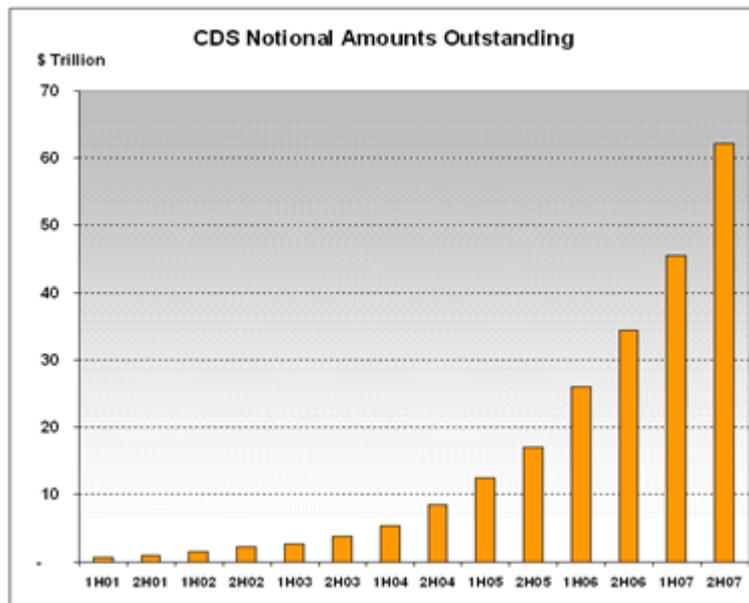
- 4 Dans ces deux citations, se trouve clairement exprimée l'idée fondamentale selon laquelle les valeurs sont, non pas des mesures, mais bien des forces qui font agir les hommes en leur donnant des raisons de vivre et des buts à atteindre. Selon cette approche, les valeurs sont à l'origine de l'énergie qui fait fonctionner la société. C'est l'influence qu'elles exercent qui pousse les hommes à se dépasser, à s'élever au-dessus d'eux-mêmes (*Ibid.*, p. 597) ; raison pour laquelle on ne peut s'en tenir à l'hypothèse d'individualités fixées une fois pour toutes. Cette approche, qui trouve aisément à s'illustrer du côté des valeurs religieuses ou morales, s'applique aussi bien à la valeur économique. L'économie de marché n'est que secondairement le lieu du calcul, de la rationalité instrumentale et de l'utilité ; elle est d'abord et avant tout une mise sous tension des individus qui a pour vecteur le désir de monnaie<sup>1</sup>. C'est celui-là qui est premier et qui façonne l'individualité économique.
- 5 Par conséquent, quiconque adhère à cette perspective d'analyse est conduit à abandonner le modèle *bottom-up* qu'affectionnent tant les économistes individualistes — modèle qui part des préférences individuelles supposées exogènes pour comprendre l'évolution des prix. Dans le cadre conceptuel que je cherche à construire, l'individu n'est plus considéré comme une donnée mais bien comme l'objet même de la logique économique, un objet infiniment modelé et remodelé sous l'effet des puissances du capital, comme l'illustre parfaitement l'évolution historique des goûts des consommateurs sous la pression de la marchandisation<sup>2</sup>. Aussi, plutôt que de penser le prix comme ce qui résulte de l'agrégation des jugements privés de valeur, il faut considérer que la valeur est ce qui domine les individus et forme leurs jugements. Il s'agit, de ce fait, de substituer la logique *top-down* à la logique *bottom-up*. De même que le succès de l'impressionnisme en peinture ne saurait être expliqué tautologiquement à partir du goût des contemporains pour l'impressionnisme, mais comme résultant d'une révolution esthétique venue rompre avec les anciennes valeurs académiques et imposer de nouveaux critères de jugement<sup>3</sup>, de même, c'est la logique sociale des prix et de la production capitaliste qui transforme les comportements et les croyances des individus et non l'inverse. Par conséquent, l'hypothèse d'exogénéité des préférences doit être impérativement abandonnée.
- 6 À vrai dire, cette idée n'est pas sans précédent dans la tradition économique. On peut ici évoquer John Galbraith et sa « filière inversée » (Galbraith, 1968, p. 218-225), qui donne à voir le comportement d'un consommateur conditionné par les grandes entreprises à acheter les produits que celles-ci fabriquent. Mais il m'a semblé que les marchés financiers fournissaient une illustration encore plus convaincante de cette logique et moins attendue. Tel est l'objet du présent article : à contre-courant des automatismes les plus ancrés de l'analyse économique néoclassique, qui toujours construit le prix par agrégation en partant des estimations privées, il s'agit de jeter sur les faits boursiers une autre lumière afin de faire émerger une manière nouvelle de les comprendre. Ici, Il s'agit moins d'une étude empirique approfondie que d'une expérience gestaltiste<sup>4</sup> qui doit nous conduire à voir cette même formation des cours boursiers selon une figure totalement différente de celle qui nous est si habituelle. La difficulté vient de ce que nos esprits d'économistes sont si fortement imprégnés de la vision individualiste qu'il semble presque impossible d'imaginer une interprétation qui ne pose pas la décision des individus comme étant la force élémentaire à l'origine des processus économiques. Autrement dit, il s'agit dans cet article d'échapper à l'évidence de la logique *bottom-up* pour donner à voir une interprétation nouvelle<sup>5</sup> ; condition *sine qua non* de la construction d'une économie politique renouvelée.

## 1. La preuve par les évaluations boursières : CDS et bulle Internet

- 7 Dans l'interprétation que je propose, le marché financier n'est nullement un mécanisme qui enregistre passivement les estimations des uns et des autres pour les agréger ; c'est un mécanisme essentiellement normatif, doté d'une puissance propre, qui impose une évaluation spécifique sous la forme d'un cours boursier et de ce que Keynes appelle une « convention financière<sup>6</sup> » qui en livre l'intelligibilité. Cette conception inverse totalement la logique marginaliste puisque, selon mon approche, les estimations individuelles se construisent à partir de la convention financière, c'est-à-dire à partir du marché lui-même, et non l'inverse. C'est le marché financier qui informe les investisseurs et non le contraire. La valeur, sous la forme du prix, est d'emblée collective. Avec cette conception alternative, l'acteur n'est plus le souverain qui détermine les prix. Tout au contraire, il est agi par le marché. Cette causalité « inversée » est particulièrement visible lors des épisodes de bulles. Pour le montrer, je commencerai par m'intéresser à l'explosion des *Credit Default Swaps* — CDS — au début du XXI<sup>e</sup> siècle. Mais avant d'examiner ce premier terrain, rappelons qu'il ne s'agit en aucun cas, dans le cadre de cet article, de mener une étude empirique approfondie. J'essaie simplement de montrer qu'un autre récit que le récit néoclassique est possible.
- 8 Les CDS ont été inventés en 1994 (cf. Tett, 2011.). Sans entrer dans les détails techniques, disons qu'il s'agit de contrats d'assurance entre un individu qui achète une protection pour se couvrir d'un risque de crédit et un vendeur de protection à qui il paye périodiquement un intérêt contre l'engagement d'être couvert, si jamais le risque se réalise. Leur croissance a été proprement exponentielle, comme on le voit sur la figure 1 : alors que fin 2001 leur montant notionnel brut s'élevait à 919 milliards de dollars, il représente, fin 2007, 62 000 milliards, soit un taux de croissance de plus de 100 % par an pendant 6 ans ! Il est extrêmement rare d'observer des phénomènes sociaux d'une telle violence, même en matière financière. « Les CDS sont peut-être l'épisode de bulles et de krachs le plus spectaculaire qu'ont connu les marchés de dérivés », dit fort justement Alan Blinder (Blinder, 2013). On peut certes tenter de lui trouver une explication « rationnelle », par exemple, en mettant en avant le désir de protection qui aurait trouvé soudainement un instrument adéquat. Cependant, certains aspects du processus conduisent l'observateur à rechercher une autre explication<sup>7</sup>. C'est, d'une part, le fait incontestable que des sommes colossales furent engagées dans ces titres, alors même que la connaissance qu'on avait de leurs propriétés était fortement limitée en raison de leur extrême jeunesse. Faute d'un recul historique suffisant, on ne savait pas, par exemple, comment ce marché se comporterait en cas de difficultés. En conséquence, un doute légitime était de rigueur, qui aurait dû conduire à bien plus de prudence. Or, il n'en fut rien. Rappelons qu'en 2012, les bailleurs de fonds de la Grèce ont privilégié la procédure de « restructuration volontaire » parce qu'ils craignaient les conséquences que pourrait avoir une activation des CDS sur la dette grecque, à la suite de l'annonce d'un défaut ! C'est dire la pérennité des doutes concernant la robustesse des mécanismes liés au CDS. N'est-il pas étrange de voir une communauté financière investir avec tant d'enthousiasme dans un titre qui leur paraît, par ailleurs, si peu fiable qu'ils se refusent à en activer les clauses ? Notons, d'autre part, que l'opacité même du marché des CDS, soulignée par tous les analystes, aurait dû susciter, chez les investisseurs, une vigilance redoublée quant aux risques de contrepartie<sup>8</sup> qu'ils prenaient en tant qu'acheteurs de protection face à des vendeurs dont ils ignoraient, dans une large mesure, s'ils étaient capables, en cas de défaut, de faire face à leurs obligations. Sur ce second point, l'irrationalité des prises de position est manifeste puisqu'il est avéré que les vendeurs de protection, en particulier l'American International Group (AIG), n'ont pas été en mesure d'honorer leurs contrats une fois la crise venue. Il y a donc bien eu erreur d'appréciation de la part des investisseurs ! Sans le prêt de 85 milliards de dollars accordé en catastrophe par la Fed en septembre 2008, la faillite aurait été générale.
- 9 Il résulte de ces réflexions le constat d'un manque évident de retenue de la part des acheteurs de CDS. À la manière des moutons de Panurge, ils ont tous sauté à la mer et se seraient noyés avec un bel entrain si l'État ne les avait pas repêchés à temps. L'engouement fut aussi intense

qu'unanime. Le modèle qui s'impose à l'analyste pour rendre compte de ce phénomène, c'est celui de la ferveur religieuse<sup>9</sup> : même optimisme exagéré, même foi collective, même contagion exponentielle. Ce modèle nous semble plus adapté qu'une interprétation fondée sur la rationalité calculatrice. En ce sens, l'explosion des CDS illustre parfaitement ce que peut être la puissance d'affection des valeurs financières quand elles s'emparent des individus jusqu'à les rendre « aveugles au désastre ». Leur action est similaire à celles des valeurs sociales, esthétiques ou religieuses. Durkheim insistait déjà sur cette similitude qui est au cœur de notre approche : « Certes, il y a des types différents de valeur, mais ce sont des espèces d'un même genre. » (Durkheim, 1967, chap. IV, p. 101)

**Figure 1 : Encours notionnel brut des CDS par semestre de 2001 à 2007**



Source : ISDA

10 La bulle Internet sera notre second terrain. Ce qui frappe tous ceux qui se sont intéressés à cet événement, c'est l'exceptionnelle hausse qu'ont connue les cours boursiers des entreprises-Internet<sup>10</sup> de la fin des années 1990 jusqu'en mars 2000, date à laquelle elles atteignent leur maximum, comme l'illustre la figure 2. Le qualificatif « exceptionnel » est ici de rigueur si l'on songe qu'en deux ans, de début 1998 à février 2000, le rendement des entreprises de ce secteur a dépassé les 1000 % ! (Ofek et Richardson, 2003, p. 1113-1137) On n'a rien observé de comparable en matière financière au cours des cinquante années précédentes. De telles grandeurs sont-elles compatibles avec la logique *bottom-up* du modèle néoclassique ? Pour répondre positivement à cette question, il faut pouvoir affirmer que la multiplication par dix des cours boursiers trouve son origine dans les évaluations des investisseurs. Autrement dit, il faut démontrer que celles-ci sont bien la force motrice qui a produit ce phénomène extravagant ; c'est-à-dire qu'elles ont bien justifié un accroissement de 1000 %. À l'évidence, prouver ou infirmer une telle proposition n'est pas aisé dans la mesure où nous n'avons pas accès aux cerveaux des investisseurs. Nous ne sommes pas pour autant entièrement démunis, dans la mesure où un fait émerge clairement pour qui s'intéresse à cette période : l'inaptitude absolue des modèles traditionnels d'évaluation à rendre compte de l'évolution observée des cours boursiers du secteur Internet. C'est là une réalité avérée et bien documentée sur laquelle insiste toute la littérature financière consacrée à cette question<sup>11</sup>. Cette faillite des méthodes standards n'est pas difficile à comprendre. En effet, en matière d'évaluation des actions, la variable-clef est le profit des entreprises. Pour le dire schématiquement, on s'attend à un certain parallélisme entre la dynamique des cours et la dynamique des profits. Or, ce qui caractérise le secteur des nouvelles technologies à la fin des années 1990 est le caractère déficitaire de la très grande majorité des entreprises. Elles ne font aucun profit, ne prévoient pas d'en faire dans un avenir proche et pourtant ont des cours astronomiques, à l'exemple d'Amazon. En

conséquence, l'évaluation standard, dite « fondamentaliste », qui consiste à calculer la valeur d'une entreprise à partir de l'actualisation de ses profits futurs n'est ici d'aucune aide. Par ailleurs, pour les quelques entreprises du secteur qui font effectivement des profits, il apparaît que ceux-ci sont grandement insuffisants pour rendre compte des cours boursiers constatés. Pour le comprendre, il suffit de considérer le P.E.R.<sup>12</sup>, à savoir le rapport des profits au prix de l'action. Sa moyenne historique avoisine les 15. Autrement dit, le prix d'une entreprise représente environ 15 années de bénéfices. Or, à titre d'exemple, le 23 novembre 1999, le P.E.R. de Yahoo valait 1382 et celui d'eBay, 3351 ! (Trueman *et al.*, 2000, p. 1) Par ailleurs, Ofek et Richardson observent que « presque 20 % des entreprises de ce secteur ont un P.E.R. supérieur à 1500, alors que plus de 50 % excèdent 500. » (Ofek et Richardson, 2002, p. 9) On notera à quel point de tels chiffres sont hors du domaine des évaluations vraisemblables. Ils sont à proprement parler délirants. Rappelons, à ce propos, que Warren Buffet, « l'oracle d'Omaha », celui qui a fondé toute sa carrière d'homme le plus riche du monde sur l'évaluation des firmes à partir de leurs fondamentaux économiques, s'est refusé à investir un seul dollar dans les valeurs technologiques, précisément parce qu'il ne trouvait aucune raison économique sérieuse à les acheter. Ceci est révélateur du caractère totalement irrationnel du marché à cette période, raison pour laquelle on a retenu le nom de « Bulle Internet<sup>13</sup> ».

**Figure 2 : L'indice IXIC du NASDAQ de 1994 à 2004**



Source : NASDAQ

- 11 Tous ces éléments d'analyse convergent vers un même diagnostic : durant cette période, le marché n'en fait qu'à sa tête et aucune des méthodes connues de valorisation ne permet d'en rendre compte. C'est d'ailleurs pour cette raison qu'apparaissent des méthodes d'évaluation non standards, autrement dit dépourvues de tous fondements conceptuels solides<sup>14</sup>, dans le but désespéré de rendre les cours quelque peu compréhensibles. Si, devant l'échec patent des méthodes traditionnelles de calcul, les spéculateurs se mettent en quête de nouvelles formules, c'est bien la preuve manifeste que la logique à l'œuvre n'a pas pour origine la rationalité individuelle chère à la théorie néoclassique mais bien le marché en tant que processus collectif. Comme le disent Trueman, Wong et Zhang :

Des statistiques de cette nature – à savoir les P.E.R. extravagants – ont conduit de nombreux intervenants sur le marché des actions à se creuser la tête pour essayer de faire en sorte de rendre sensée la valorisation des titres Internet. À cette fin, de nombreux modèles d'évaluation nouveaux (et quelquefois uniques) ont surgi, tels que la valeur de marché par visiteur ou le coût d'acquisition par usager, qui ont été utilisés pour justifier les prix élevés que les investisseurs paient pour les titres Internet. (Trueman *et al.*, 2000, p. 1)

- 12 Les journaux de l'époque décrivent à profusion l'incrédulité des opérateurs et des observateurs, cherchant en vain à trouver une explication à la bulle et toujours en retard sur elle. Ces

observations nous conduisent à un résultat dénué d'ambiguïtés : l'explication de la bulle Internet ne se trouve pas dans les évaluations individuelles. *A contrario*, l'expérience récurrente à cette période est celle d'un écart jamais comblé entre la valorisation privée et la valeur publique. *La force motrice n'est pas du côté des individus mais du côté du marché qui apparaît aux yeux de tous comme la puissance autonome qui mène le jeu*. Pour cette raison, chaque investisseur se tourne vers lui et s'efforce d'en percevoir l'insondable mystère. Il s'agit alors d'évaluer le marché lui-même et non pas la valeur fondamentale des titres technologiques. Ceci est vrai pour toutes les bulles. Pensons que de nos jours des travaux se penchent encore sur la bulle des Tulipes, vieille de près de 400 ans, dans le but de découvrir la formule miracle qui permettrait enfin de la rendre intelligible.

- 13 La bulle Internet illustre parfaitement le modèle que nous avons en tête, celui d'une valeur produite collectivement qui s'impose aux acteurs. La logique à l'œuvre n'est plus de type *bottom-up* mais bien de type *top-down* puisque le « haut » (*top*), en l'espèce le prix, détermine le « bas » (*down*), à savoir les opinions des investisseurs. Assurément, un tel phénomène semble bien énigmatique et paradoxal dans la mesure où, sur un marché, on ne connaît pas d'autres volontés ni d'autres opinions que celles des individus. Comment est-il alors possible que se forme une opinion collective qui ne soit pas le reflet des opinions individuelles ? Cela semble à première vue parfaitement impossible ! Que signifie concrètement une causalité *top-down*, étant donné qu'à tout instant, le *top* se construit par agrégation du *down* ? Autrement dit, si les faits précédents semblent apporter de l'eau à notre moulin, leur simple constatation ne suffit pas à emporter totalement la conviction. Pour ce faire, une étape supplémentaire est nécessaire, celle de l'identification formelle des processus à l'œuvre. Il nous faut un modèle qui rende l'autonomisation de l'opinion collective conceptuellement intelligible. J'en ai proposé de deux types, soit mimétique<sup>15</sup>, soit autoréférentiel<sup>16</sup>, selon la nature des interactions qui s'y trouvent prises en compte. Je m'en tiendrai, dans le cadre de cet article, à la seule logique mimétique qui me permettra d'explicitier selon quel processus se forme cette force collective dont parle Durkheim à propos du fait social ; et que l'on peut également appeler « la puissance de la multitude ». (Lordon, 2010)

## 2. Un modèle conceptuel<sup>17</sup>

- 14 Considérons un groupe confronté à deux options {A} et {B}. Supposons que chaque membre du groupe soit indifférent aux deux choix qui lui sont proposés ; ou encore, pour le dire autrement, qu'il se décide à partir de l'information privée représentée par la variable aléatoire<sup>18</sup> :  $\frac{1}{2}$  {A} et  $\frac{1}{2}$  {B}. Dans une telle situation, approximativement la moitié des membres du groupe choisit {A}, quand l'autre choisit {B}. On dira que l'opinion collective du groupe est équirépartie entre les deux options {A} et {B}<sup>19</sup>. Elle est l'exact reflet des opinions individuelles en ce sens que le groupe est, comme les individus qui le composent, indifférent aux deux options. Si nous étions dans le cadre d'une évaluation boursière, nous dirions que le « marché est efficient » au sens où la variable globale est l'exact reflet des données fondamentales<sup>20</sup>. Maintenant, supposons que les individus cherchent à améliorer la précision de leur choix en intégrant, à côté de leur information privée, celle de leurs voisins, selon une pondération  $\mu$  qu'il leur revient de choisir<sup>21</sup>. Il est clair que le fait, pour un individu indifférent, de s'informer auprès d'individus eux-mêmes indifférents, n'affecte en rien son choix initial, ce qui maintient l'indifférence généralisée du groupe. En conséquence, on s'attend à ce que l'opinion globale demeure équirépartie entre les deux options proposées, conformément aux préférences de tous les individus. Mais qu'observe-t-on réellement ?
- 15 Dans un premier temps, lorsque la propension  $\mu$  à imiter reste de faible amplitude, rien ne change<sup>22</sup> : l'opinion collective se partage toujours de manière égale entre les options {A} et {B}. Cependant, lorsque le poids de l'imitation passe un certain seuil critique, se produit un changement qualitatif dans le comportement collectif, à savoir que les deux opinions cessent d'être réparties à égalité ; une des deux opinions – *a priori* n'importe laquelle – l'emporte sur l'autre. Autrement dit, ce modèle nous donne à voir l'émergence spontanée d'une majorité<sup>23</sup> au sein d'une population qui est pourtant sans convictions personnelles tranchées ! Tel est

le résultat fondamental qui ici nous intéresse. Il en est ainsi parce que, localement, les choix des voisins ne se répartissent pas nécessairement de façon strictement égale entre les deux options, même si chacun d'entre eux fait un choix purement équiprobable. Cela tient à la nature aléatoire des choix. De même, si vous tirez une pièce dix fois de suite, à pile ou face, il est tout à fait possible d'observer 6 {pile} et 4 {face}. Lorsque les individus ne sont que faiblement mimétiques, les écarts locaux en faveur de {A} et ceux en faveur de {B} se compensent et le résultat global n'en est pas affecté. Il en va tout autrement lorsque la propension imitative est forte car, sous son influence, les majorités locales se propagent et forment des conglomerats de plus en plus vastes. Autrement dit, l'interaction imitative, passée un certain seuil, engendre un mécanisme d'amplification des aléas qui l'emporte en intensité sur le poids, pourtant significatif, des informations privées. Par le jeu de ce mécanisme d'amplification mimétique, n'importe quel bruit peut prendre soudainement la force inattendue d'une rumeur envahissante. À chaque instant, bien que le groupe reçoive quantité d'informations privées qui vont dans le sens de l'équirépartition, il peut ne plus y être sensible car il se trouve soumis, par ailleurs, à une force parasite, endogène, qui fait prévaloir la rumeur.

16 Ce résultat d'émergence spontanée d'une majorité est conceptuellement fondamental pour notre approche<sup>24</sup>. Il démontre la possibilité de ce qu'il faut nommer une « auto-transcendance<sup>25</sup> », à savoir la possibilité qu'a le groupe de s'auto-transformer en se donnant à lui-même une croyance spécifique. On assiste à la naissance d'une opinion collective dont l'origine ne peut être rapportée qu'au groupe lui-même et à lui seul puisque chaque individu demeure, quant à ses convictions personnelles, indifférent entre {A} et {B}. Cette situation équivaut formellement à ce que les économistes financiers appellent une bulle puisqu'on y voit la grandeur globale, autrement dit le prix, s'écarter durablement de la valeur fondamentale, à savoir l'équirépartition. Ce faisant, les logiques d'euphorie financière décrites précédemment, qu'il s'agisse des CDS ou de la bulle Internet, trouvent leur explication : elles sont la conséquence d'une structure de marché fortement marquée par le mimétisme, dont on a démontré désormais qu'elle est apte à produire une opinion dont la puissance d'influence, via le réseau des interactions locales, perturbe durablement la capacité des investisseurs à prendre en compte, comme il le faudrait, les signaux fondamentaux. Nous sommes alors en droit de conclure que la dynamique à l'œuvre ici est de type *top-down* et qu'elle a pour origine le marché.

17 De même que « la preuve du pudding, c'est qu'on le mange », la preuve que le groupe – ou le marché – existe par-delà les individus qui le composent est qu'il produit des effets, à savoir provoquer une opinion majoritaire alors même que les individus sont indifférents. Autrement dit, dans notre approche, le groupe comme totalité *sui generis* s'analyse comme une propriété émergente d'un ensemble d'acteurs liés par des interactions mimétiques locales. L'analyse mathématique peut nous venir en aide qui démontre que le comportement d'un ensemble d'éléments liés localement par des interactions mimétiques est, sous certaines conditions, qualitativement identique à celui d'un groupe dans lequel chaque élément serait influencé, non plus localement par ses voisins, mais par le groupe en son entier. C'est ce qu'on nomme l'approximation de champ moyen. Autrement dit, tout se passe comme si les acteurs se trouvaient soumis à une même force collective - l'opinion majoritaire du groupe en son entier - qui, est perçue par chacun comme étant exogène, alors même que c'est le groupe lui-même qui la produit par le jeu de ses interactions locales. Ce résultat est prodigieusement intéressant puisqu'il nous dit, très explicitement, que du groupe émerge une force collective, endogène, par le jeu des interactions locales. Or, cette idée selon laquelle le social se fait connaître aux hommes par le jeu d'une force *sui generis* qui les contraint, comment ne pas voir que c'est précisément celle que défend Durkheim ! C'est cette force qui est à l'œuvre dans le monde des valeurs ; qu'on peut nommer « puissance de la multitude ». C'est celle-là même qui donne naissance aux bulles spéculatives comme aux conventions financières. Pour qu'il en soit ainsi, il importe cependant que l'intensité des interrelations dépasse un certain seuil. En dessous de ce seuil, le fonctionnement global du groupe ou du marché ne s'éloigne pas de la simple somme des préférences individuelles.

## Conclusion

18 Cet article avait un but limité et précis : montrer qu'une conception alternative de la valeur était possible et en élucider, avec le plus de clarté possible, les spécificités. Je me suis appliqué à convaincre qu'il y a là un chemin qui mérite d'être exploré parce qu'il nous donne accès à des réalités essentielles qui échappent totalement au regard marginaliste. Autrement dit, la compréhension en profondeur du capitalisme nécessite un appareil conceptuel qui ne soit pas totalement muet face aux forces collectives qui sont au principe même de son dynamisme. *A contrario*, vouloir rendre compte de l'évolution capitaliste sur la seule base des désirs individuels d'objets utiles, comme le propose la théorie marginaliste de la valeur, est largement insuffisant. N'est-il pas évident que le penchant des individus pour les biens utiles se retrouve dans tous les groupements humains ? Il est d'ailleurs frappant d'observer que l'économie politique, tout au long de son histoire, n'a cessé de proposer des hypothèses annexes, à la manière de l'entrepreneur schumpétérien ou des esprits animaux de Keynes, pour combler cette insuffisance notoire mais, il faut le souligner, sans jamais que ces hypothèses ne trouvent à s'intégrer dans l'édifice formel de la théorie économique néoclassique qui demeure sous l'étroite dépendance de la notion de valeur utilité. Celle-ci reste, par le biais de la théorie de l'équilibre général, le cadre de référence qui structure la pensée économique contemporaine dominante. Pour mesurer la prégnance de cette conception, il suffit d'observer qu'au cours des vifs débats qui ont agité la communauté des économistes suite à la crise des *subprimes*, alors même que de nombreuses défaillances et limites de la théorie néoclassique avaient été pointées du doigt, jamais la valeur utilité ne s'est trouvée mise en cause. C'est dire la force de l'adhésion que, jusqu'à aujourd'hui, cette approche marginaliste, pourtant déjà vieille de 140 années, suscite majoritairement parmi les économistes. C'est dire également le travail de conviction qui sera nécessaire pour que le débat que nous appelons de nos vœux puisse voir le jour. J'espère que le présent article y aura contribué.

---

## Bibliographie

- Aglietta M. et Orléan A. (1982), *La violence de la monnaie*, Paris, Puf.
- Aglietta M. et Orléan A. (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.
- Blinder Alan S. (2013), *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*, New York, Penguin Press.
- Bouglé C. (1922), *Leçons de sociologie sur l'évolution des valeurs*, Paris, Armand Colin.
- Bourdieu P. (2013), *Manet. Une révolution symbolique*, Paris, Raisons d'agir/Éditions du Seuil.
- Dupuy J.-P. (2012), *L'avenir de l'économie. Sortir de l'économystification*, Paris, Flammarion.
- Durkheim É. (1967) [1911], « Jugements de valeur et jugements de réalité » in *Sociologie et philosophie*, Paris, Puf, chap. IV, p. 90-109.
- Durkheim É. (1993) [1895], *Les règles de la méthode sociologique*, Puf, coll. « Quadrige ».
- Durkheim É. (2003) [1912], *Les formes élémentaires de la vie religieuse. Le système totémique en Australie*, Paris, Puf, coll. « Quadrige ».
- Estrada J. et Blakely B. (1999), "The pricing of internet stocks", *IESE Working Paper*, September.
- Galbraith J. K. (1968) [1967], *Le Nouvel État industriel. Essai sur le système économique américain*, Paris, Gallimard, coll. « Bibliothèque des Sciences Humaines ».
- Hong H., Scheinkman J. et Wei X. (2006), "Asset float and speculative bubbles", *Journal of Finance*, vol. 61, n° 3, June, p. 1073-1117.
- Kindleberger C. P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, London, Macmillan Press Ltd, Basic Books.
- Lahire B. (2015), *Ceci n'est pas qu'un tableau. Essai sur l'art, la domination, la magie et le sacré*, Paris, La Découverte, coll. « Laboratoire des sciences sociales ».
- Lesourne J., Orléan A. et Walliser B. (2002), *Leçons de microéconomie évolutionniste*, Paris, Odile Jacob.
- Lordon F. (2010), *Capitalisme, désir et servitude. Marx et Spinoza*, Paris, La Fabrique.

- Ofek E. et Richardson M. (2002), “The valuation and market rationality of internet stock prices”, Stern School of Business, *NYU Working Paper*, n° FIN-02-033.
- Ofek E. et Richardson M. (2003), “DotCom Mania: the rise and fall of internet stock prices”, *Journal of Finance*, vol. LVIII, n° 3, June, p. 1113-1137.
- Orléan A. (1995), “Bayesian interactions and collective dynamics of opinion: herd behavior and mimetic contagion”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 28, October, p. 257-274.
- Orléan A. (1998), “The Evolution of Imitation”, *The Economics of Networks. Interaction and Behaviours*, Cohendet P., Llerena P., Stahn H. et G. Umbhauer (eds.), Springer-Verlag, 325-339.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- Orléan A. (2004), “What is a Collective Belief?” in Bourguine P. et Nadal J.-P. (eds.), *Cognitive Economics*, Berlin, Heidelberg et New York, Springer-Verlag, 199-212.
- Orléan A. (2011), *L’empire de la valeur*, Paris, Éditions du Seuil.
- Perkins A. B. et Perkins M. C. (1999), *The Internet Bubble*, New York, Harper Collins Publishers.
- Rothbard Murray N. (1956), “Toward a Reconstruction of Utility and Welfare Economics”, Mary Sennholz (ed.), *On Freedom and Free Enterprise*, Princeton, D. Van Nostrand Company, p. 224-262.
- Shiller R. (2000), *Irrational Exuberance*, New York, Broadway Books.
- Tett G. (2011) [2010], *L’or des fous*, Paris, Le Jardin des Livres.
- Trueman B., Wong M.H. Franco, et Zhang X.-J. (2000), “The eyeballs have it: searching for the value in internet stocks”, *Journal of Accounting Research*, vol. 38, p. 137-162.

---

## Notes

- 1 Cette centralité du rapport monétaire, qui tranche si fortement avec l’approche néoclassique de la valeur, est un résultat qui trouve son origine dans la réflexion en commun que j’ai menée avec Michel Aglietta, depuis *La violence de la monnaie* (Aglietta et Orléan, 1982) jusqu’à *La monnaie entre violence et confiance*, (Aglietta et Orléan., 2002).
- 2 Sur la question de la marchandisation en général, on peut se reporter au numéro spécial d’*Actuel Marx*, n° 34, second semestre 2003, intitulé « Violence de la marchandisation ». Sur le processus même de la marchandisation, se reporter à Hélène Tordjman qui le donne à voir pour ce qui est des semences : « La construction d’une marchandise : le cas des semences », *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, vol. 63, n° 6, 1341-68.
- 3 Cf. Bourdieu, 2013.
- 4 De l’allemand *gestalt* signifiant « forme ». L’exemple paradigmatique d’une telle expérience nous est donné par le « vase de Rubin ».
- 5 Bernard Lahire propose le verbe « désévidencier » (Lahire, 2015, p. 61).
- 6 Ce concept d’origine keynésienne fait l’objet d’une longue élaboration dans l’un de mes ouvrages (Orléan, 1999, p. 125-185).
- 7 Notons, comme l’écrit Blinder, qu’en 2008, il a été estimé que 80% de ces titres étaient des CDS nus ; autrement dit, des paris spéculatifs plutôt que des instruments de couverture.
- 8 C’est le risque pour un prêteur de voir celui qui a emprunté être dans l’incapacité de le rembourser. Dans le cas des CDS, c’est le risque, pour l’acheteur de protection, que le vendeur de protection ne puisse satisfaire à ses obligations contractuelles de couverture.
- 9 Les analyses de Robert Shiller sur le “*New Era Economic Thinking*” (Shiller, 2000, p. 96-117) vont dans le même sens ; de même que celles de Kindleberger, à propos de ce qu’il nomme les “*Displacements*” (Kindleberger, 1978, p. 41-45) : à savoir qu’elles mettent toutes en avant l’émergence d’une nouvelle croyance qui polarise l’attention des investisseurs.
- 10 Nous nommerons ainsi les entreprises appartenant au secteur Internet, encore nommé e-secteur, par exemple Amazon, Yahoo ou eToys. Il en existe différentes sortes selon la nature du service qu’elles proposent.
- 11 On pourra consulter, entre autres : Estrada et Blakely, 1999 ; Ofek et Richardson, 2002 ; ou Trueman *et al.*, 2000, p. 137-162.
- 12 Le terme P.E.R. est l’acronyme de *Price Earning Ratio*, à savoir le ratio du profit au prix.

13 Sur la réalité de cette bulle, au-delà des travaux que nous avons déjà cités, voir également Perkins et Perkins, 1999 ; ou encore Hong *et al.*, 2006, p. 1073-1117. Et la liste n'est nullement exhaustive.

14 Pour une présentation de tels modèles d'évaluation, se reporter à Estrada et Blakely, 1999.

15 Pour une synthèse quant aux différents modèles d'interactions mimétiques, voir Lesourne *et al.*, 2002, chap. 5, p. 119-157.

16 La logique autoréférentielle est celle qu'on trouve à l'œuvre dans le « concours de beauté » que Keynes nous décrit au chapitre 12 de la *Théorie Générale*. Il s'agit pour chacun d'être le plus proche de l'opinion majoritaire du groupe. Au lieu de copier mécaniquement ses voisins, chacun cherche à deviner ce qu'il en sera de l'opinion majoritaire. Pour l'étudier, j'ai proposé comme modèle un jeu purement coopératif à  $N$  joueurs. Voir par exemple, "What is a collective belief?" in Bourguine et Nadal, 2004, p. 199-212. Ou encore Orléan, 2011, chap. 7.

17 Le modèle en question a été présenté dans Orléan, 1998, p. 325-339 ; ainsi que dans Lesourne *et al.*, 2002, chap. 5, p. 119-157.

18 Pour rendre plus intuitif ce dispositif, il suffit d'imaginer que chaque investisseur, avant de faire son choix, s'informe, information que l'on modélise sous la forme du tirage au hasard d'un article de journal dans la masse des articles disponibles. Dans le cas qui nous intéresse, on a supposé qu'il y avait autant d'articles favorables à {A} que d'articles favorables à {B}. Une fois l'article lu, l'investisseur agit conformément à ce que lui indique l'article. Il s'ensuit qu'il choisira {A} avec la probabilité  $\frac{1}{2}$  et de même pour {B}.

19 Pour être plus précis, le nombre de choix {A} suit une loi binomiale de paramètres  $N$  et  $\frac{1}{2}$  où  $N$  est le nombre d'individus du groupe.

20 Avec même une précision supérieure puisque, d'après la loi des grands nombres, la variance tend vers zéro quand le nombre d'individus s'accroît indéfiniment.

21 Pour une justification de cette rationalité mimétique, se reporter à Orléan, 1998, p. 325-339. Cela signifie que l'individu choisit avec la probabilité  $1-\mu$  selon son information privée et, avec la probabilité  $\mu$ , le choix majoritaire de ses voisins.

22 En fait, la variance autour de la moyenne s'accroît.

23 Cette majorité est d'autant plus importante que  $\mu$  est élevé, jusqu'à avoisiner l'unanimité.

24 Notons que le modèle utilisé trouve son inspiration dans le modèle d'Ising de la physique statistique.

25 On ne peut manquer à ce propos de citer Jean-Pierre Dupuy qui a consacré de nombreux et importants travaux à ce concept. Par exemple, Dupuy J.-P., *L'avenir de l'économie. Sortir de l'économystification*, Paris, Flammarion, 2012.

### ***Pour citer cet article***

#### Référence électronique

André Orléan, « La valeur économique comme fait social : la preuve par les évaluations boursières », *Revue de la régulation* [En ligne], 18 | 2e semestre / Autumn 2015, mis en ligne le 20 décembre 2015, consulté le 09 février 2016. URL : <http://regulation.revues.org/11441>

### ***À propos de l'auteur***

#### **André Orléan**

Directeur de recherche au CNRS, UMR Paris-Jourdan sciences économiques, orlean@pse.ens.fr

### ***Droits d'auteur***

© Tous droits réservés

### ***Résumés***

Conformément à la thèse durkheimienne, l'approche que défend *L'empire de la valeur* (2011) attribue à la valeur économique une force *sui generis* qui lui vient de l'investissement collectif

du groupe. Dans cet article, il s'agit d'analyser l'évaluation financière sous cet angle. Selon notre approche, la puissance motrice n'est pas du côté des individus mais du côté du marché qui s'impose comme une force autonome qui mène le jeu. L'explosion des CDS sur la période 2001-2007 comme la bulle Internet nous semble illustrer cette hypothèse. C'est le marché qui informe les investisseurs et non, comme le défend l'approche marginaliste, l'inverse. Dans un dernier temps, l'article propose une élucidation formelle de ce processus *top-down* à l'aide d'un modèle dérivé du modèle d'Ising de la physique statistique.

## Economic Value as A Social Fact: A Proof by Financial Markets Evaluations

In *The Empire of value* (MIT Press, 2014), following Durkheim, economic value is understood as a specific power coming from the collective affective investment of the group. In this article, we analyze the financial valuation according to this perspective. Following this conception, the driving force is not produced by the individuals but by the market as an autonomous force. The explosion of the CDS during the period 2001-2007 and the Internet Bubble are illustrations of this hypothesis. The market dominates the investors that follow its direction and not the way around as it is said by the marginalist approach. It is a top-down logic and not a bottom-up logic. In a last section, we propose a model to show how the top-down logic is functioning. This model is derived from the Ising model.

## El valor económico como hecho social : la prueba por medio de las evaluaciones bursátiles

En conformidad con la tesis de Durkheim, el enfoque que defiende « El imperio del valor » (2011), atribuye al valor económico una fuerza sui generis que proviene de la inversión colectiva del grupo. En este artículo, según nuestro enfoque, el poder motor no está del lado de los individuos, sino del lado del mercado que se impone como una fuerza autónoma que controla el juego. La explosión de los CDS en el periodo 2001-2007 como una burbuja internet nos parece ilustrar esa hipótesis. Es el mercado el que informa a los inversores y no, como defiende el enfoque marginalista, lo inverso. Finalmente, el artículo se propone hacer un análisis formal de este proceso « top down » con la ayuda de un modelo derivado del modelo de Ising, de la física estadística.

### *Entrées d'index*

**Mots-clés** : valeur, marché financier, CDS, mimétisme, rationalité, fait social, bulle Internet, émergence, modèle d'Ising, auto-transcendance

**Keywords** : value, financial market, CDS, imitation, rationality, social fact, Internet bubble, Ising model, self-organization

**Palabras claves** : valor, mercado financiero, CDS, mimetismo, racionalidad, hecho social, burbuja internet, emergencia, modelo de Ising, auto trascendencia

**Codes JEL** : A13 - Relation of Economics to Social Values, A14 - Sociology of Economics, B41 - Economic Methodology, G10 - General, G12 - Asset Pricing