

Introduction à la vie économique

Automne 2020

Table des matières

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | Le marché monétaire | 5 |
| 1.1 | Qu'est ce que la monnaie ? | 5 |
| 1.1.1 | Dimension politique : symbole de souveraineté | 5 |
| 1.1.2 | Valeur de la monnaie : inverse du niveau des prix | 6 |
| 1.2 | Monnaie et théorie économique | 7 |
| 1.3 | Système Monétaire International | 7 |
| 1.3.1 | Les régimes de change aujourd'hui | 8 |
| 1.4 | L'euro, le dollar et le Yuan : trois monnaies concurrentes ? | 8 |
| 2 | L'efficience des marchés du travail | 11 |
| 2.1 | Quelle norme pour le taux de chômage | 11 |
| 2.2 | Marché du travail : trois approches | 12 |
| 2.3 | Comparaison Europe États Unis | 13 |
| 3 | La réduction du temps de travail | 15 |
| 3.1 | Origines et acteurs principaux | 15 |
| 3.2 | Motivation et répercussions sur le chômage | 16 |
| 3.2.1 | Chronologie | 16 |
| 3.2.2 | L'importance de la façon dont ces mesures sont mises en place | 17 |
| 3.2.3 | L'importance du contexte historique et économique | 19 |
| 3.3 | Critiques et comparaison | 19 |
| 3.3.1 | Critique des concepts abordés | 19 |
| 3.3.2 | Des objectifs qui ne sont pas atteints | 20 |
| 3.3.3 | Comparaison aux autres pays occidentaux | 22 |
| 4 | Marchés financiers | 23 |
| 4.1 | Historique | 23 |
| 4.2 | L'essor des marchés financiers | 24 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 4.2.1 | Les causes de cet essor... | 24 |
| 4.2.2 | ...et les conséquences | 25 |
| 4.2.3 | Capitalisation boursière mondiale | 26 |
| 4.3 | La signification économique des variations d'un indice boursier | 27 |
| 4.3.1 | Quelques définitions, l'exemple du CAC 40 | 27 |
| 4.3.2 | Interprétation de l'indice | 27 |
| 4.4 | Analyser les variations boursières | 29 |
| 4.4.1 | La notion d'efficience informationnelle | 29 |
| 4.4.2 | Critique de l'efficience informationnelle | 30 |
| 4.4.3 | Trois courants d'analyse | 30 |
| 4.5 | Agences de notation | 30 |
| 4.5.1 | Définitions et exemples, un oligopole américain | 30 |
| 4.5.2 | Une critique du système actuel | 31 |
| 5 | La dette publique, l'exemple européen | 33 |
| 5.0.1 | Comment l'État emprunte-t-il ? | 34 |
| 5.0.2 | Les dettes publiques européennes | 36 |
| 5.0.3 | Taux d'intérêts | 38 |

Chapitre 1

Le marché monétaire

Comment les différents marchés monétaires se mettent-ils en place ? Quels points communs partagent-ils et quelles conséquences ont les différentes politiques monétaires ?

1.1 Qu'est ce que la monnaie ?

1.1.1 Dimension politique : symbole de souveraineté

Le développement des crypto monnaies, comme le Bit coin, est significatif. Il n'est pas uniquement justifié par des causes économiques. Le Bit coin est une monnaie dont la valeur fluctue énormément, elle ne peut servir de *réserve de valeur*, il s'agit d'une monnaie *spéculative*. Sa création provient d'un désir d'avoir une monnaie qui n'est pas gérée par un pouvoir politique, comme la *Banque Centrale*. La conception même de cette monnaie, basée sur une idée de *contrôle mutuel*, l'empêche d'être gérée par un unique pouvoir centralisé.

Définition 1.1.1 (Réserve de valeur). Il s'agit d'une des trois fonctions de la monnaie. La monnaie permet l'épargne, c'est à dire l'accumulation de valeur, ce qui entraîne entre autres le développement et la croissance au long terme. Il faut néanmoins pour cela une monnaie *stable*, assujettie à de faibles fluctuations.

Définition 1.1.2 (Banque Centrale). La Banque centrale d'un ou de plusieurs pays est une institution chargée par l'État, ou un ensemble d'États dans le cas d'une zone monétaire comme la zone euro, de décider de la politique monétaire à appliquer.

La monnaie, à l'origine, a été introduite pour remplacer le *troc* et permettre d'avoir des échanges plus efficaces. Aux origines politiques de la monnaie, en Asie mineure, elle représente le pouvoir royal et permet de payer *le tribu*, les impôts. La fonction d'échange ne se met en place qu'après. Par exemple à Athènes, le revers d'un *tétradrachme* est orné d'une chouette,

symbole politique de la ville, la monnaie en circulant fait rayonner le pouvoir de la ville dans les cités soumises. De même en France on retrouve le portrait du roi sur le revers des écus. La confiance dans une monnaie est *primordiale*, malgré les grands changements politiques au sein d'un pays la monnaie peut garder son identité, notamment son nom. Par exemple le rouble en Russie change d'aspect après la révolution de 1917 mais le nom est conservé. La dimension nationale joue aussi un rôle important. L'euro est le seul exemple de monnaie où l'espace de souveraineté monétaire ne correspond pas à l'espace de la souveraineté politique.

1.1.2 Valeur de la monnaie : inverse du niveau des prix

La valeur de la monnaie est l'inverse du niveau des prix. Si les prix augmentent la monnaie perd de sa valeur, le consommateur perd de son pouvoir d'achat, et inversement. Ceci montre que la question de *l'inflation* est au cœur même de l'idée de monnaie.

Définition 1.1.3 (Inflation). Accroissement excessif des instruments de paiement, billets de banque ou capitaux, entraînant une hausse des prix et une dépréciation de la monnaie. Ce concept s'oppose à la déflation. Il est bon de noter que plus il y a d'activité économique, moins il y a d'inflation.

On constate depuis les années 80 une tendance globale de faible inflation, voire de déflation. On se propose d'expliquer ce phénomène. Voir la Figure 4.1 pour une illustration de ce phénomène aux États Unis.

Définition 1.1.4 (Taux d'intérêt directeurs). Taux que fixe la banque centrale pour créer de la monnaie à la demande des banques. Lorsqu'une banque veut effectuer un grand prêt par exemple elle doit donner des actifs à la banque centrale qui va créer de la monnaie et lui faire payer des *intérêts directeurs*. Plus ce taux est élevé, plus les taux d'intérêt que les banques pratiquent augmentent, et donc plus les investissements et la consommation diminuent. Cela entraîne donc une baisse de l'activité économique et donc de l'inflation.

On remarque qu'à la fin de l'année 1979 la banque centrale des États Unis décide d'augmenter brutalement les taux d'intérêt directeurs, ce qui casse l'inflation. Une faible inflation est nécessaire pour la mise en place d'un contexte économique *stable*, dans lequel les monnaies ne perdent pas de valeur, au sens énoncé précédemment. Puisque les États Unis étaient alors une puissance économique mondiale, on retrouve une baisse de l'inflation parallèle en Europe. L'inflation suit donc la politique monétaire des banques centrales.

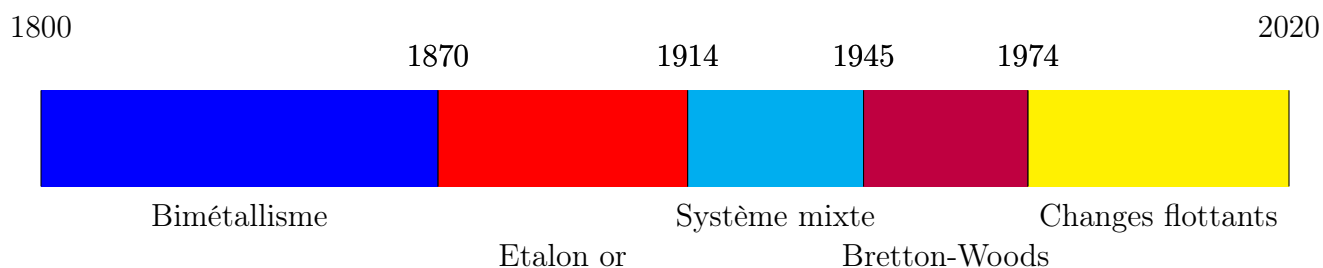
Une autre déflation se met en place dès les années 1990, due à la baisse des coûts de productions en Asie, notamment en Chine.

1.2 Monnaie et théorie économique

On distingue trois approches principales de la monnaie dans la théorie économique.

- *La théorie de la monnaie-voile*, l'idée dominante actuellement, ou théorie de l'équilibre général. Les prix ne sont pas affectés par l'introduction de la monnaie. Un équilibre se constitue *indépendamment* de la monnaie sur lequel on pose *a posteriori* un voile monétaire qui ne l'altère pas.
- *La théorie keynésienne*, ou le rôle central de la monnaie. Les variations des intérêts et de l'épargne permettent d'expliquer les fluctuations de la monnaie et donc du chômage. Keynes met en avant le rôle de la monnaie, ce n'est pas selon lui un '*voile qui recouvre un troc*'. La monnaie peut être désirée par les ménages pour elle même. Ces derniers en épargnant peuvent avoir une influence sur les entreprises et la croissance économique puisqu'alors seule une fraction de l'argent disponible est en circulation, et peuvent forcer indirectement ces dernières à licencier des employés par exemple.
- *La théorie monétariste*, la masse monétaire doit évoluer avec le taux de croissance anticipé de l'économie. Il faut être capable d'anticiper le taux de croissance, puis de régler la masse monétaire en fonction de ces prédictions, notamment en présence de grandes liquidités. Selon cette théorie l'offre de la monnaie est complètement exogène, contrôlée par les États, notamment au travers des banques centrales.

1.3 Système Monétaire International



Le *bimétallisme* est un système monétaire reconnaissant deux parités métalliques légales. Historiquement il s'agit de métaux précieux, principalement l'or et l'argent.

Le système *étalon or* ou *gold standard* est mis en place par les Britanniques. Chaque monnaie dispose d'une valeur équivalente en or. Les pays vont ajuster leur bénéfices ou dettes en important ou exportant de l'or directement et non pas des billets.

Le système Bretton-Woods fixe le dollar comme monnaie clé. C'est la seule monnaie qui dispose de la libre convertibilité, c'est à dire que le dollar est la seule monnaie à pouvoir être convertie en or directement. Le choc pétrolier de 1973 destabilise le dollar et contribue à mettre fin à ce système monétaire.

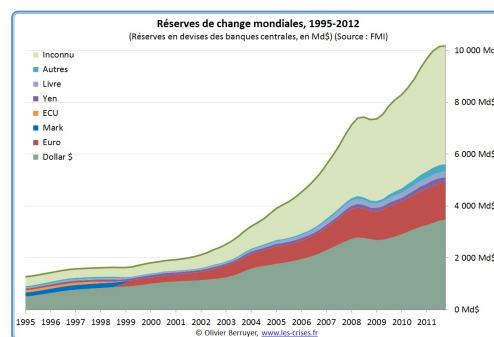
Dans le système des *changes flottants*, l'or perd sa valeur monétaire, la valeur d'une monnaie se determine relativement au marché monétaire. Ce système ne concerne qu'un nombre limité de monnaies, certains suivent le système de monnaie dirigée, ou de régime de change fixe ajustable ou de change fixe rigide. Dans ces deux derniers systèmes un pays cherche à fixer le taux de change de sa monnaie et à l'imposer, cela se base sur l'idée de *prophétie auto réalisatrice*.

1.3.1 Les régimes de change aujourd'hui

On peut citer l'exemple de la Chine. Le taux du Yuan n'est ni totalement fixe ni totalement flottant, il s'agit d'un régime *intermédiaire*. Les autorités monétaires établissent chaque matin un cours pivot autour duquel le Yuan peut fluctuer de plus ou moins 2%. Ce système est viable puisque la Chine dispose de grandes liquidités, elle peut acheter ou vendre du Yuan pour faire varier son taux avec la loi de l'offre et de la demande. Cela ne pourrait s'appliquer à un pays économiquement plus faible. Un taux trop élevé est mauvais pour les échanges, notamment l'exportation, et un taux trop faible serait fortement critiqué par la communauté internationale, en 2005 notamment la Chine a dû augmenter son taux de change sur demande des États Unis.

1.4 L'euro, le dollar et le Yuan : trois monnaies concurrentes ?

Les réserves de change des banques centrales sont représentatives de la puissance perçue des monnaies. Il faut distinguer monnaie forte et monnaie puissante. Les graphiques sont parlant, le pari de l'euro a échoué, le dollar reste la monnaie la plus puissante et de loin.



| | Dollar | Euro | Yen |
|--|--------|------|-----|
| Transactions sur le marché des changes | 44% | 17% | 11% |
| Nombre de monnaies ancrées | 72% | 26% | 1% |
| Prêts bancaires | 57% | 20% | 3% |
| Obligations internationales | 39% | 38% | 3% |
| Réserves officielles mondiales | 61% | 24% | 4% |

TABLE 1.1 – Rôle international du dollar, de l'euro et du yen

Cela peut s'expliquer par une forte inertie monétaire, mais aussi par le *leadership politique* des États Unis, symbole du capitalisme. Le système politique de la monnaie est puissant, celui de l'euro est beaucoup plus faible. Du point de vue technique on retrouve aussi

- Faible signification des fluctuations et du taux de change.
- Coûts de change très élevés pour les entreprises. Par exemple Airbus, symbole de la réussite européenne ne travaille qu'avec des dollars.
- Coûts de transaction sur les marchés financiers européens plus élevés qu'aux États Unis.
- Incertitudes sur les rendements futurs des actifs européens.
- Politique *contra-cyclique* de la BCE trop limitée par rapport à la FED.

Chapitre 2

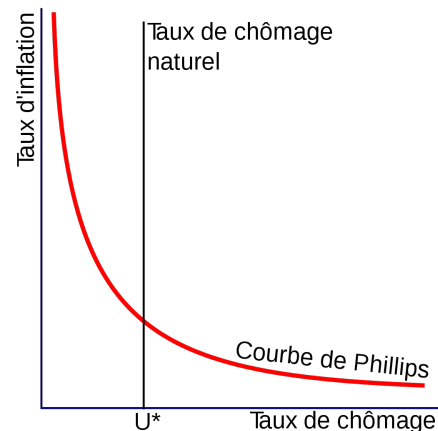
L'efficience des marchés du travail

Est ce que le marché du travail tel qu'on le conçoit est efficace pour mettre en place la meilleure allocation de la main d'oeuvre ?

2.1 Quelle norme pour le taux de chômage

L'analyse empirique de W. Phillips en 1958 avait semblé montrer l'existence en Grande-Bretagne, entre 1861 et 1957, d'une relation inverse entre le taux de chômage d'une part, et la hausse des salaires nominaux, d'autre part. Comme cette dernière est sensiblement calquée sur la hausse des prix, la courbe de Phillips est souvent présentée comme une relation inverse entre chômage et inflation.

La courbe de Philips montre que le taux de chômage est étroitement lié au taux d'inflation, on parle de NAIRU, *Non Accelerating Inflation Rate Unemployment*. La courbe de Philips calcule un taux de chômage idéal compatible avec un taux d'inflation stable. Cette donnée est utile si la courbe est validé.



On considère aussi le taux de chômage naturel, *Natural rate of Unemployment*. Pour un niveau de compétence donné, il découle du refus des travailleurs d'accepter un salaire jugé trop faible, suivant le concept de chômage volontaire et de salaire de réserve, ainsi que le manque d'intérêt pour les firmes à proposer un salaire trop élevé.

Enfin on considère le taux de croissance minimal pour générer de l'emploi, ce dernier dépend de la productivité et de la population active mais aussi des politiques de l'emploi avec par exemples la politique des '*mini job*' en Allemagne. Cette politique vise à inonder le marché du travail de personnes peu qualifiées pour des emplois d'appoints. Les '*mini job*' sont des contrats à temps partiel, faisant naturellement chuter le chômage et avec lui le taux de croissance à partir duquel le chômage baisse, mais aussi la productivité du pays.

| | 1970 | 2007 |
|--|------|------|
| Taux de croissance minimal | 2,6% | 1,2% |
| Pouvoir d'achat par rapport aux États Unis | 90% | 75% |

TABLE 2.1 – Taux de croissance minimal pour générer de l'emploi

2.2 Marché du travail : trois approches

On a dans un premier temps le *modèle concurrentiel*, on confronte offre et demande sur un marché.

Dans un deuxième temps on a le *modèle du salaire d'efficience*, ou *efficiency wage* en anglais. Cette théorie justifie la fixation d'un niveau de salaire supérieur à ce qu'expliquerait la seule loi de l'offre et la demande sur un marché du travail en concurrence pure et parfaite. L'idée de salaire d'efficience avance que la productivité d'un travailleur dépend du salaire qui lui est versé. Cette idée se diffuse dans les années 1980, notamment à partir de l'article de Janet Yellen : *Efficiency Wage Models of Unemployment*. Un employeur pourrait vouloir payer ses employés à un salaire supérieur à celui du marché du travail pour les inciter à rester dans l'entreprise et ainsi limiter les coûts de *turn-over*. C'est aussi une manière de retenir les travailleurs les plus productifs.

Finalement on considère dans la même perspective le *modèle du salaire équitable*, *fair wage*. Selon cette théorie, les travailleurs ont une idée d'un salaire juste et fournissent un effort proportionnel au rapport de leur salaire perçu et de ce salaire juste suivant l'équation

$$e = \min(w/w^*, 1) \quad (2.1)$$

Où e représente l'effort fourni, w le salaire perçu et w^* le *fair wage*. On remarque que si $w^* < w$, e vaut toujours 1, peut importe la valeur du salaire perçu. De par l'asymétrie de l'information entre employeur et employé, l'enjeu est alors pour l'employeur de minimiser

cette valorisation du salaire tout en conservant ses avantages, ainsi que ceux prévus par le modèle du salaire d'efficience.

Ces deux dernières théories sont justifiées par des observations empiriques ainsi que des modèles de prévision d'économie expérimentale. Cependant pour être certain que $e = 1$ les entreprises donnent $w^* > w$ ce qui crée du chômage puisque les entreprises ne peuvent payer qu'un plus petit nombre d'employés.

2.3 Comparaison Europe États Unis

| Allemagne | France | États Unis |
|-----------|--------|------------|
| 6,4% | 7,1% | 8,4% |

TABLE 2.2 – Taux de chômage août 2020

Si les taux de chômage sont en général comparables aux États Unis et en Europe, il existe néanmoins de nombreuses différences concernant le chômage de part et d'autre de l'Atlantique. Par exemple le taux d'entrée et sortie du chômage est beaucoup plus élevé aux États Unis qu'en Europe. En Europe les inégalités d'emplois dépendent de l'âge et du sexe, particulièrement en France où le chômage est très élevé chez les jeunes, les femmes et les seniors. Le taux d'emploi, c'est à dire le nombre d'actif occupés par rapport à la population en âge de travailler est de 37% en France contre 50% en moyenne dans les pays membres de l'OCDE. Aux États Unis les inégalités d'emplois dependent d'avantage du diplôme et du niveau d'études.

Chapitre 3

La réduction du temps de travail

La réduction du temps de travail peut elle être une politique contre le chômage ?

3.1 Origines et acteurs principaux

La réduction du temps de travail est une idée pérenne au sein des sociétés occidentales, associée à un progrès social elle est souvent portée par une politique socialiste, et ce dès Marx.

On constate depuis le 19^{ème} siècle en Europe une baisse continue du temps de travail moyen des employés. Avec aujourd'hui une moyenne de 1900 heures annuelles, les États Unis semblent également s'inscrire dans cette dynamique, à un rythme plus progressif.

| Année | 1870 | 1990 | 2010 |
|------------------|------|------|------|
| Temps de travail | 3000 | 2000 | 1400 |

TABLE 3.1 – Temps de travail annuel moyen en Europe

Il faut ajouter à cela que l'entrée sur le marché du travail est de plus en plus tardive. Ce retard est principalement dû à deux facteurs, un allongement de la période scolaire obligatoire et une tendance récente à l'augmentation du temps moyen d'études supérieures.

Les pouvoirs publics sont les acteurs principaux de cette réduction du temps de travail, cette dernière s'effectue sur trois échelles

1. A l'échelle *hebdomadaire* on retrouve la mise en place de législations sur le nombre maximal d'heures de travail par semaine.
2. A l'échelle *annuelle* il y a par exemple la mise en place de congés payés.

3. A l'échelle d'un *cycle de vie*, on a progressivement diminué le temps de travail des enfants jusqu'à l'interdire pour les moins de 12 ans en 1874.

Depuis le 19^{ème} siècle, la société a progressivement assimilé ces changements qui sont aujourd'hui perçus comme 'normaux'. Plus encore, c'est cette dernière qui finance à travers les services publics cette réduction continue des temps de travail. Le patronat quant à lui se place d'avantage en opposition face à ces mesures, certains favorisent même une extension du temps partiel, la réduction du temps de travail se fait essentiellement aux frais des salariés et l'État n'intervient pas ou peu dans cette démarche. Il ne s'agit donc pas d'une opposition à la réduction du temps de travail, mais à l'intervention des pouvoirs publics en ce domaine.

Définition 3.1.1 (Travail à temps partiel). Le salarié à temps partiel est celui dont la durée du travail, obligatoirement mentionnée dans son contrat de travail, est inférieure à la durée légale du travail, 35 heures par semaine, ou si elle est inférieure à la durée du travail fixée conventionnellement pour la branche ou l'entreprise ou à la durée du travail applicable dans l'établissement.

Les premières législations importantes à ce sujet datent de la deuxième moitié du 19^{ème} siècle, on retrouve

- le décret du 9 septembre 1848, fixant la durée journalière maximum à douze heures,
- la loi du 30 mars 1900, dite '*loi Millerand*', limitant la journée de travail à onze heures,
- la loi de 1906 instituant la semaine de six jours,
- la loi de 1919 instituant la semaine de quarante-huit heures et la journée de huit heures.

Il est bon de noter que la notion de chômage est inventée à la fin du 19^{ème} siècle pour distinguer les salariés privés d'emploi par les crises des autres pauvres et n'est reconnue comme risque salarial qu'au 20^{ème} siècle. Les mesures antérieures de réduction du temps de travail n'étaient donc logiquement pas élaborées comme politiques contre le chômage.

3.2 Motivation et répercussions sur le chômage

3.2.1 Chronologie

Durant le 20^{ème} siècle, différents gouvernements ont mis en place différentes mesures en faveur d'une réduction du temps de travail des salariés. Ces gouvernements étaient majoritairement de Gauche et ces mesures s'inscrivaient d'abord dans une politique de progrès social puis de *partage du travail*. Parmi ces dernières les principales sont

- Les *Accords Matignon* de juin 1936. Suite aux émeutes salariales du mois de mai, le gouvernement de Léon Blum met en place des congés payés, et réduit le temps de travail hebdomadaire maximal à 40 heures. Cette politique faisait également suite à la crise de l'emploi des années 1930 et espérait réduire le taux de chômage en *partageant le travail*.
- Les lois Aubry sous le gouvernement de Jospin en 2000, plus connues sous le nom de '*réforme des 35 heures*', ont fixé comme son nom l'indique le temps de travail hebdomadaire maximal des employés à 35 heures et visaient elle aussi un recul du chômage, elles faisaient partie de la campagne socialiste pour les élections législatives de 1997, dans un programme de création d'emploi.

Ces lois ont participé à la tendance de baisse continue du temps de travail en France.

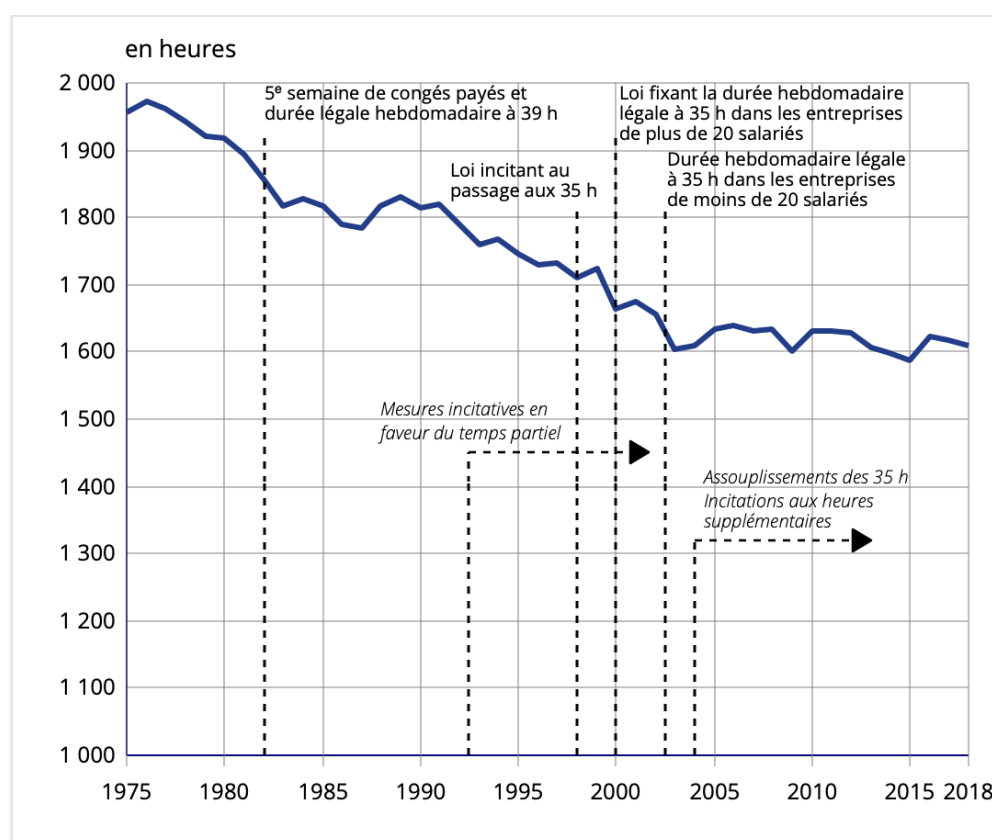


FIGURE 3.1 – Evolution du temps de travail en France, source INSEE

3.2.2 L'importance de la façon dont ces mesures sont mises en place

Selon l'économiste français Gilbert Cette, spécialiste dans l'étude du marché du travail, les politiques de réduction du temps de travail peuvent aussi bien avoir des répercussions

positives que négatives sur l'évolution du taux de chômage. Il avance que la mise en place de ces dites mesures va influencer directement leur qualité comme politique contre le chômage.

Les économistes distinguent usuellement deux composantes majeures du chômage,

1. La composante *classique*, qui correspond au taux de chômage d'équilibre, *NAIRU*, celui au dessous duquel des tensions inflationnistes d'origine salariale se manifesteraient.
2. La composante *keynesienne*, qui correspond quant à elle à une insuffisance de la demande anticipée sur le marché des biens et services.

Pour réduire le chômage, comme somme en proportion plus ou moins forte des deux composantes, il faut non seulement réduire au moins une des deux composantes, mais ne pas augmenter l'autre. Gilbert Cette avance qu'il faut, pour que les retombées d'une politique de réduction de temps de travail soit positives sur l'évolution du taux de chômage, que les gains de productivité induits par cette même réduction suffisent à financer la hausse des coûts qui l'accompagne.

L'économiste D.F. Schloss nous fait remarquer dans une publication de 1981 que la diminution des heures de travail ne s'accompagne en général pas d'une diminution des salaires. Ceci a donc pour effets d'augmenter les coûts de productions qui se divisent en deux catégories

1. Les coûts fixes par travailleurs, dont l'augmentation provient de la nécessité d'employer plus pour effectuer une même tâche.
2. Les coûts liés à la hausse du revenu salarial puisque les salaires ne diminuent pas avec le temps de travail.

Ainsi si les gains liés à une hausse de productivité compensent ces coûts, l'entreprise pourra employer d'avantage et sera même incitée à le faire, ce qui causera une baisse du chômage. Si en revanche ce n'est pas le cas, l'entreprise sera forcée de licencier certains employés par manques de moyens ce qui aura une incidence négative.

La plupart des scénarios de réduction du temps de travail habituellement étudiés ou envisagés visent principalement à abaisser la composante keynésienne du chômage. Si le taux de chômage effectif est supérieur à son niveau d'équilibre de long terme du fait d'une insuffisance de la demande, une réduction du temps de travail peut abaisser le niveau effectif du chômage vers son niveau d'équilibre de long terme. L'enjeu est toujours de ne pas augmenter la composante classique, et le critère précédent est toujours valable.

3.2.3 L'importance du contexte historique et économique

La mise en place de ces mesures n'est pas le seul facteur dans leur réussite comme politique contre le chômage, le contexte politique et économique lors de leur mise en place joue également un rôle important.

Après les Accords Matignon, l'État remarque un ralentissement de l'économie accompagné d'une diminution de la production des entreprises sans baisse du chômage. Dès mai 1938 le gouvernement met en place un assouplissement progressif de la réduction du temps de travail avec notamment un retour de la semaine de 45 heures après 1939, dans un contexte politique de conflit mondial. En parallèle il facilite largement le recours aux heures supplémentaires. Conséquence logique, la période 1945-1963 est marquée par une hausse sensible de la durée hebdomadaire du travail. Dans un contexte économique de croissance élevée et de forts gains de productivité, cette politique de réduction du temps de travail reprend dans les années 1960, avec des repercussions sur le chômage très positives.

3.3 Critiques et comparaison

3.3.1 Critique des concepts abordés

Le patronat ne constitue pas le seul détracteur à l'intervention de l'État dans la réduction du temps de travail des employés. L'économiste Pascal Salin juge non légitime l'intervention de l'État dans la définition de la durée du temps de travail. Dans son ouvrage *Libéralisme*, il stipule que cette dernière ne devrait être que du ressort de la libre négociation entre salariés et employeurs, comme c'était le cas au début du 19^{ème} siècle et auparavant.

Il qualifie de plus le partage du temps de travail d'«idée fausse». On retrouve cette même pensée chez de nombreux économistes. Schloss dénonçait déjà le sophisme d'une *masse fixe de travail*¹, qui suggère dans une économie de marché, que la masse de travail disponible est fixe et justifie des politiques de *partage du travail*.

Plusieurs problèmes se posent quant aux succès des mesures de réduction de temps de travail comme politique contre le chômage. Le cheminement de l'économie en est un premier, si les effets de ces mesures peuvent être favorables, ils le sont d'autant qu'ils sont progressifs. Les entreprises nécessitent donc un accompagnement important sur le court et long terme. L'existence d'externalités au gain de productivité d'une entreprise et les contraintes budgétaires auxquelles elle est soumise posent problème sur le court terme

1. *lump of labour* en anglais

pour la création d'emploi, alors que la continuité de la politique du gouvernement pose elle problème sur le plus long terme pour pouvoir constater des effets positifs significatifs. Cela rend d'autant plus difficile la corrélation entre une baisse du chômage et la réduction des temps de travail. Dans ce sens la politique de 1936 fut un échec du point de vue du chômage. Cette corrélation est d'autant plus difficile à établir que l'intérêt des chômeurs n'est pas nécessairement pris en compte dans les négociations concernant la durée du travail, les répercussions des variations de cette dernière sur le chômage ne peuvent être que indirectes.

Enfin, peut être la critique la plus évidente, malgré un phénomène de baisse continue du temps de travail on observe toujours en France une hausse du chômage.

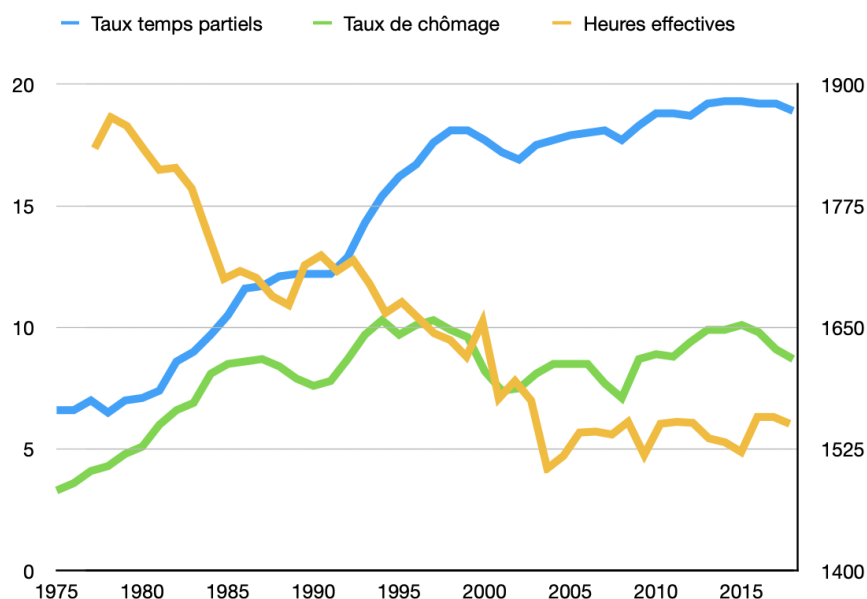


FIGURE 3.2 – Evolution du temps de travail et du taux de chômage en France, source INSEE

3.3.2 Des objectifs qui ne sont pas atteints

La réforme récente des 35 heures est un bon exemple des limites énoncées précédemment puisqu'on dispose d'un grand nombre de chiffres à son égard. Lionel Jospin attendait 700.000 créations d'emplois de la réduction du temps de travail. Aucune évaluation n'attribue la création d'autant d'emplois aux 35 heures. L'ancien premier ministre lui-même estime que 350.000 à 400.000 emplois peuvent leur être attribuées. Cependant les estimations divergent. Les premières études menées sur le sujet par les services du ministère du Travail, en 2004, ont conclu à la création de 350.000 emplois. Etienne Wasmer, professeur d'économie à Sciences Po, et Matthieu Chemin, de l'Université McGill au Québec, ont comparé les créations

d'emploi en France à celles de l'Alsace-Moselle, où le temps de travail a été moins diminué. Leur conclusion : la France n'a pas créé davantage d'emplois. La chaire de sécurisation professionnelle² en conclut même '*Un changement de la durée légale de travail a peu de chance d'avoir une influence sur le niveau de l'emploi*'.

Encore une fois la mesure des effets réels de la réforme des 35 heures sur l'économie est complexe. Notamment parce qu'en termes de créations d'emplois, l'effet négatif de la hausse du coût de la main-d'œuvre horaire ne se manifeste que progressivement sachant qu'il est compensé par des baisses de cotisations et qu'il est difficile de prévoir les effets au long terme.

Comme ce fut le cas en 1936, l'effet direct de ces réformes est de plus à nuancer. La durée légale du travail n'a jamais été modifiée depuis les lois Aubry mais de 2003 à 2008, les gouvernements successifs ont encouragé le développement des heures supplémentaires. La loi Tepas de 2007 les a par exemple exonérées de charges sociales et d'impôt sur le revenu. Le volume des heures supplémentaires a donc progressivement augmenté. On constate également une augmentation parallèle de la proportion de temps partiels, voir Figure 3.2.

Des heures supplémentaires en forte hausse...

Evolution du nombre d'heures supplémentaires par trimestre, pour un salarié à temps complet

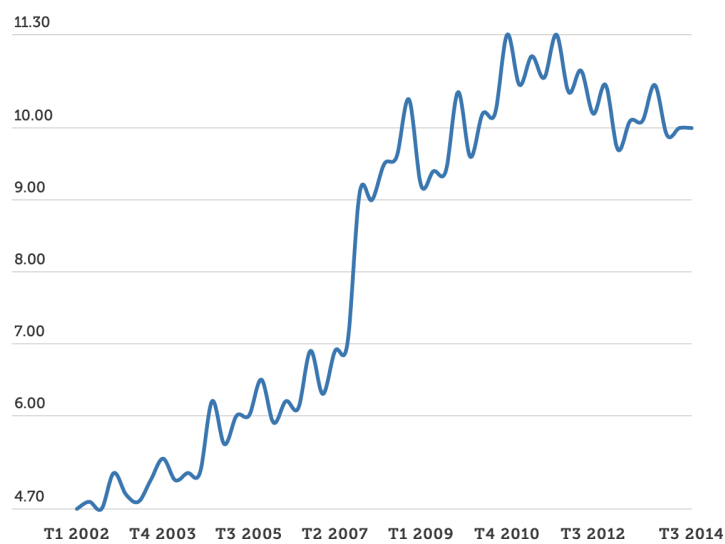


FIGURE 3.3 – Augmentation des heures supplémentaires suite aux lois Aubry, source Le Figaro

2. qui rassemble des chercheurs de Sciences Po, de l'Ensaie et du Crest

3.3.3 Comparaison aux autres pays occidentaux

On peut à présent se demander si le cas de la France est isolé ou s'il est représentatif d'une tendance à l'échelle de l'Europe et des autres pays de l'OCDE. Les graphiques ci-dessous montrent que les autres pays de l'OCDE suivent les mêmes tendances que la France, la diminution du temps de travail ne s'accompagne pas d'une baisse du taux de chômage.

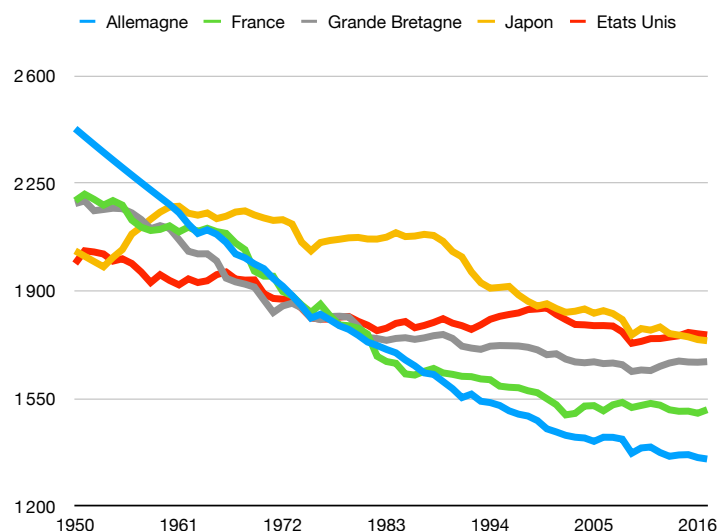


FIGURE 3.4 – Evolution du temps de travail dans le monde, source GGDC

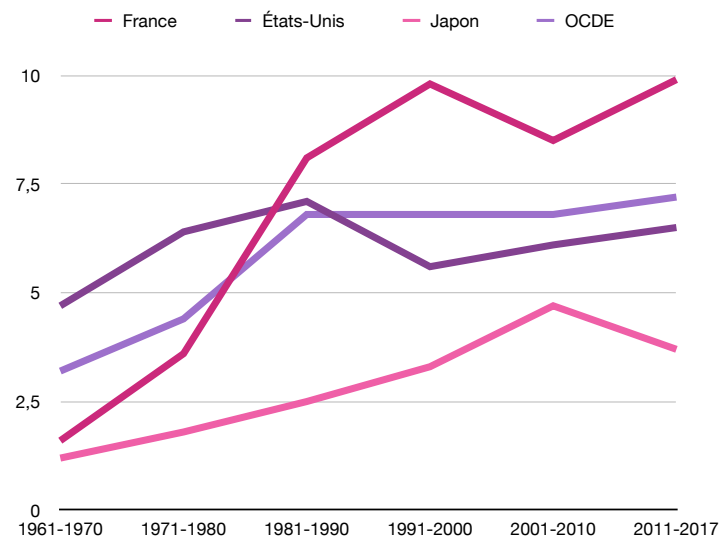


FIGURE 3.5 – Evolution du taux de chômage en Europe et aux États Unis, source GGDC

Chapitre 4

Marchés financiers

Est-il plus avantageux pour un système économique de s'appuyer sur les marchés financiers que sur le système bancaire ? Comment peut-on mesurer et comparer l'efficacité des différents marchés financiers ?

4.1 Historique

La finance n'est pas un signe de modernité économique, les *financial markets* existent depuis très longtemps. Ces derniers servent au début surtout à la négociation des effets publics, c'est dans la deuxième moitié du 19^{ème} siècle qu'ils acquièrent un rôle plus important :

- Décennie 1860 : libération des sociétés par actions (SA)
- Décennie 1880 : autorisation des marchés à terme, c'est à dire à découvert.

Cet essor des marchés entraîne une révolution industrielle à la fin du 19^{ème} siècle, la deuxième. On observe par la suite un recul de la place accordée aux marchés financiers dans l'économie mondiale, jusqu'à la fin des années 1970 ces derniers jouent un rôle secondaire, ce sont les banques qui financent l'économie. Un nouveau basculement vers les marchés capitaux se met en place avec les réformes majeures de la décennie 1980 :

- Acte unique européen sur la libre circulation des capitaux en 1986
- Création d'Euronext en 2000

Les marchés financiers reprennent une place importante dans l'évolution de l'économie mondiale et détrônent les banques. Une nouvelle fois l'essor des marchés financiers est accompagné d'une révolution industrielle, la troisième.

Définition 4.1.1 (Euronext). Il s'agit de la principale place boursière de la zone euro avec plus de 1300 émetteurs représentant une capitalisation boursière totale de 3800 milliards

d'euros. Son siège se trouve en France, le groupe est issu de la fusion des bourses de Paris Bruxelles et Amsterdam.

4.2 L'essor des marchés financiers

4.2.1 Les causes de cet essor...

On observe à la fin du 20^{ème} siècle un essor important des marchés financiers aux États Unis, motivé par une politique économique forte souhaitant leur accorder une place principale au sein du capitalisme, quitte à surpasser celui des banques.

- 1971 : première fois que le dollar n'est plus indexé sur l'or, les réserves des États Unis s'épuisent. Cela induit d'importantes fluctuations dans le court des autres monnaies. Suite à cela de nouveaux produits financiers sont inventés pour contrer l'instabilité du SMI. Par exemple la création du premier marché de produits dérivés sur devises en 1972 à Chicago, moins d'un an après la fin des accords Bretton Woods.
- 1975 : abolition progressive du *Glass-Steagall Act* à Wall Street, les banques peuvent de nouveau être banque de dépôt et banque d'affaire.
- 1979 : nouvelle politique de la FED, mise en place par Paul Volcker, visant une hausse continue des taux d'intérêt pour stopper l'inflation. Les américains veulent accorder à l'économie de marché une place centrale au sein du capitalisme. Cette augmentation des taux d'intérêt, nominaux notamment, diminue les investissements et donc la consommation et l'inflation. Il s'agit d'une politique monétaire extrêmement brutale et sans précédent, ce même avant Reagan. Il s'en suit également une augmentation du chômage et une baisse de la croissance, on peine aujourd'hui à manoeuvrer dans la direction opposée.

On retrouve également ce *Big Bang des marchés financiers* en Europe, notamment à Londres, avec la suppression des commissions de change en 1986, donnant l'autorisation aux marchés financiers étrangers d'acheter 100% des actions des sociétés cotées britanniques. La City perd de son aspect nationaliste et s'ouvre d'avantage aux marchés internationaux.

Définition 4.2.1 (Glass-Steagall Act). Adopté par le président Roosevelt en 1933, cet acte sépare les banques de commerce des banques d'investissement, ce afin de prévenir l'utilisation de l'épargne des utilisateurs pour investir sur des marchés financiers potentiellement risqués. Son abolition posera entre autres problème en 2008 lors de la crise des *subprimes*. En France la Société Générale par exemple investit dans les subprimes avec le dépôt de ses utilisateurs. On discute alors la remise en place de cet accord sans succès.

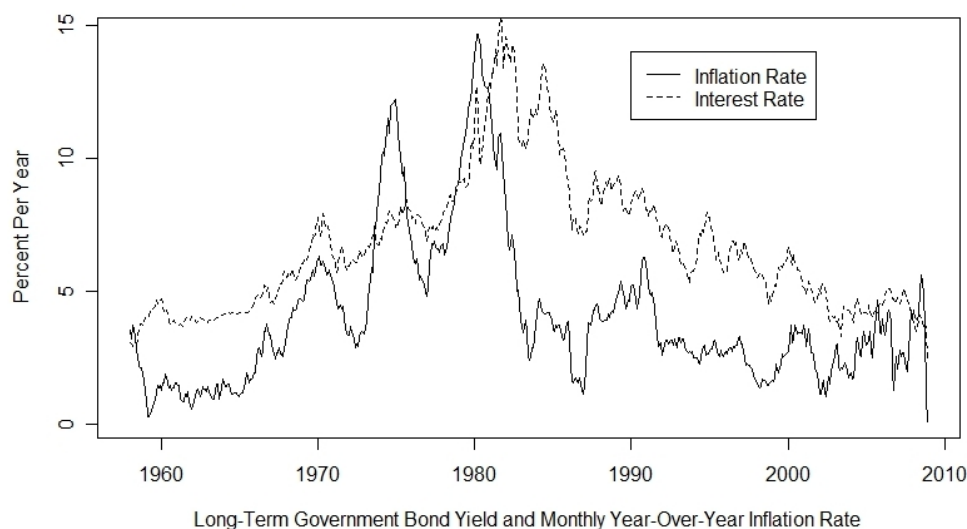


FIGURE 4.1 – Taux d'intérêt aux États Unis

4.2.2 ...et les conséquences

Cet essor important des marchés financiers n'est pas sans conséquences. Si toutes sont à nuancer, certaines sont d'avantage positives et motivées par une comparaison à un système bancaire prédominant souffrant de certaines lacunes :

- Une extension massive du rôle des marchés financiers favorise un gain théorique évident puisqu'ils sont considérés comme le système d'allocation des capitaux le plus efficient et le plus profond, permet la vente des produits à la valeur nominale
- On juge qu'ils disposent d'une meilleure diffusion de l'information que les banques, pour être cotée en bourse une entreprise doit fournir un grand nombre d'informations qui sont vérifiées par divers acteurs
- Plus grande capacité à rendre liquides tous les actifs
- Meilleure répartition des risques, ceux ci sont toutefois '*dilués*' sur un plus grand nombre de personnes qui en partagent donc les conséquences. Les risques peuvent avoir une répercussion plus grande et plus directe

Définition 4.2.2 (Valeur nominale, valeur réelle). Les prix courants sont les prix tels qu'ils sont indiqués à une période donnée, ils sont dits en *valeur nominale*. Les prix constants sont les prix en *valeur réelle*, c'est-à-dire corrigés de la hausse des prix par rapport à une donnée de base ou de référence.

D'autres conséquences le sont moins. Les marchés financiers sont beaucoup plus instables que les banques, ils ne fournissent pas les mêmes garanties et sont soumis à des régulations moins strictes :

- Ils ne sont pas soumis aux réserves obligatoires, en général les règles qui les régulent sont plus faibles
- Ils ne bénéficient pas d’une appréciation rationnelle des risques, à l’inverse des banques, puisque les acteurs sont nombreux et plus diverses. Il est toutefois bon de noter que la crise des *subprimes* de 2008 a mis en évidence une mauvaise appréciation des risques de la part des banques, une limite à cette critique donc
- Ils ne bénéficient pas du rôle de *prêteur en dernier ressort* des banques centrales qui ont le monopole d’émission. Une crise économique devenant une crise bancaire, les banques ont souvent eu recours à cet avantage, par exemple lors de la crise de 2019 des barils de pétrole en Arabie Saoudite. Notons que le paiement des créances par la banque centrale entraîne cependant une hausse du volume des liquidités et potentiellement une dépréciation de la monnaie, ce qui est peu souhaitable

Dans la même dynamique on observe aujourd’hui l’émergence de systèmes monétaires alternatifs comme le Bit coin qui s’affranchissent de la Banque centrale, mais ne bénéficient donc pas de la sécurité quelle peut offrir.

4.2.3 Capitalisation boursière mondiale

Les marchés financiers internationaux en concurrence directe permettent également de quantifier dans une certaine mesure le poids économique d’un pays ou d’une monnaie. On peut faire le lien avec le chapitre précédent en comparant une fois encore le dollar et l’euro, ou plus exactement les marchés américains et européens. Les États Unis représentent 50% de la capitalisation boursière mondiale, l’Europe 20% et Tokyo, Zurich, Shanghai, Toronto et Hongkong se partagent la plus grande partie des 30% restants. En chiffres, fin 2018 cela représente 23 billions dollars pour les États Unis, là où la City de Londres n’en pèse que 4,4 par exemple. Ceci illustre à nouveau la limite dans laquelle les objectifs économiques de l’Europe ont été atteints.

Enfin notons que les actifs des investisseurs financiers représentent 150% du PIB des États Unis, principalement des actions, et 100% du PIB européen, surtout des obligations.

4.3 La signification économique des variations d'un indice boursier

4.3.1 Quelques définitions, l'exemple du CAC 40

Définition 4.3.1 (Indice boursier). *Share index* en anglais, il s'agit d'un indicateur clé pour déterminer la performance d'un marché. Les indices boursiers permettent aux investisseurs de gérer leur portefeuille d'actions. Ils sont représentatifs soit d'un marché, comme le *CAC 40*, soit d'un secteur d'activité particulier tel que l'indice sectoriel de l'automobile.

Définition 4.3.2 (CAC 40). C'est un indice boursier qui prend en compte les 40 plus grosses sociétés françaises¹, durablement installées dans une phase de croissance. Rétroactivement il augmente la visibilité des entreprises sur lesquelles il est indexé et donc les investissements, à l'inverse il n'est pas bon pour une société d'en sortir. Il est calculé comme une moyenne pondérée par la capitalisation des entreprises en fonction des titres boursiers qui circulent sur le marché. Il ne prend pas en compte les dividendes, c'est pourquoi il est souvent plus faible que les autres indices.

Définition 4.3.3 (CAC 40 *gross return*). Il s'agit d'une version du CAC 40 qui intègre les dividendes dans son calcul, ce qui permet de le comparer aux autres indices qui les prennent également en compte.

4.3.2 Interprétation de l'indice

On serait tenter, à prime abord, d'interpréter les variations du CAC 40 comme une représentation de *l'état de santé* des grandes entreprises françaises, et par extension du marché financier français puisque ces dernières représentent 75% du PIB.

Il faut cependant différencier les secteurs, le luxe a tendance à tirer l'indice vers le haut tandis que d'autres secteurs vont moins bien. On peut comparer les actions de LVMH ou L'Oréal sur les 5 dernières années au secteur bancaire, notamment pour la Société Générale, ou au secteur industriel avec par exemple Renault dans l'industrie automobile.

Le CAC 40 semble de plus déconnecté de l'économie française, il ne reflète pas non plus l'évolution du taux de chômage ou de la croissance. Par exemple on constate une augmentation du CAC 40 entre 2012 et 2015 malgré une croissance presque nulle en France.

1. Un comité se réunit pour mettre à jour la liste, cette dernière n'est pas exactement constituée des 40 sociétés les plus riches mais prend d'autres facteurs en compte.

On peut même supposer que les variations de cet indice représentent d'avantage l'état de l'économie internationale. Cela fait sens puisque les entreprises sur lesquelles il est indexé sont tournées vers le monde. Si de plus on compare le CAC 40 gross return, aux autres indices on ne peut s'empêcher de remarquer une tendance très similaire.

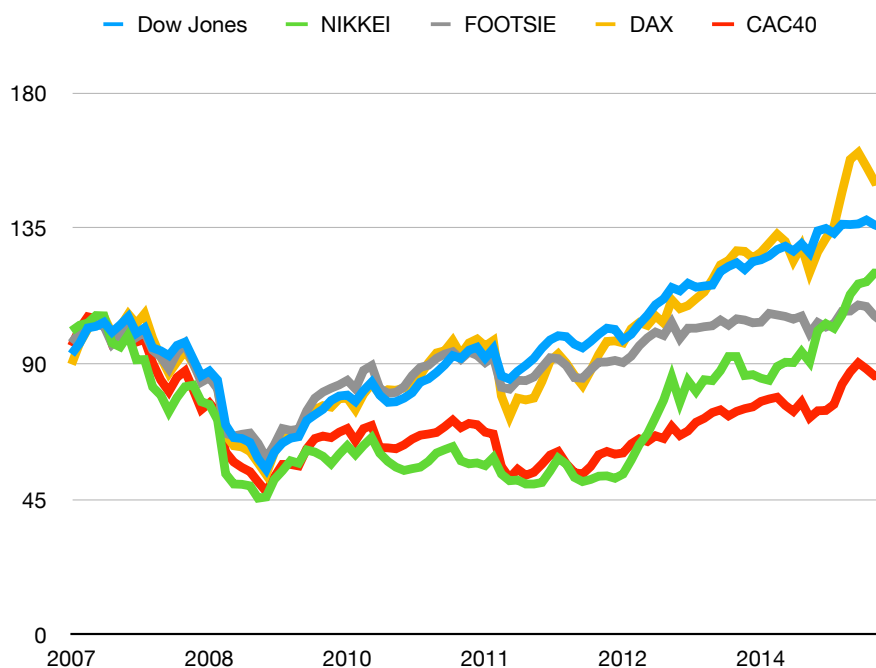


FIGURE 4.2 – Evolution du cours du CAC 40 et des autres principaux indices, en base 100 en 2007, source INSEE

Il est bon de noter que l'indice NASDAQ reste supérieur aux autres indices, ce qui traduit entre autres un manque d'entreprises dans le secteur de la haute technologie en France. En conclusion la hausse du CAC 40 reflète plus que l'économie internationale se porte bien. Les indices représentent une anticipation des investisseurs sur les marchés financiers.

Définition 4.3.4. Le NASDAQ, *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* est une bourse de valeurs ouverte en 1971, parmi les plus important marchés d'actions des États-Unis en volume traité. Il est le plus grand marché électronique d'actions du monde, l'indice NASDAQ est l'indice boursier qui mesure la performance des entreprises qui y sont inscrites et cotées.

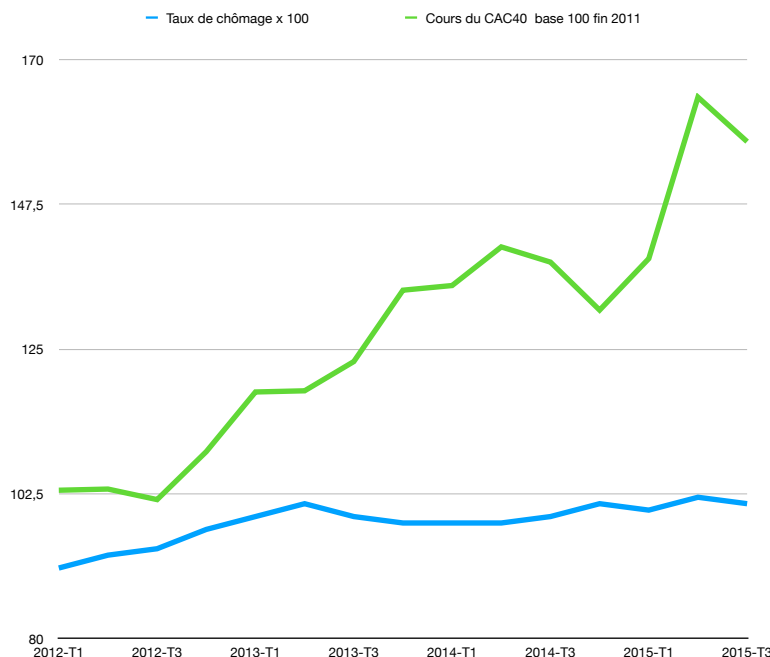


FIGURE 4.3 – Evolution du taux de chômage en France et du cours du CAC 40 entre 2012 et 2015, source INSEE

4.4 Analyser les variations boursières

On se rend compte aujourd'hui qu'il est devenu très complexe, voire absurde, d'interpréter les variations boursières directement. Ces dernières sont étudiées, entre autres, comme marches aléatoires. Depuis le 20ème siècle de nombreuses preuves empiriques sont fournies sur le caractère aléatoire des variations des indices boursiers, comme c'est le cas par exemple pour le Dow Jones. En toute logique il est devenu impossible de prévoir les cours à venir. Seule la variabilité instantanée peut l'être, la réalité est trop instable et évolue trop rapidement pour permettre la formalisation d'un modèle prédictif efficace.

4.4.1 La notion d'efficience informationnelle

Si on ne peut modéliser les variations boursière, l'information disponible et les moyens amenant à son obtention jouent néanmoins un rôle primordial dans l'élaboration des plans de placement.

Définition 4.4.1 (Efficience informationnelle). Le concept est inventé par Paul Samuelson puis Eugène Fama, ce dernier définit le terme dans une publication du *Journal of Science* en 1970. Selon lui *'un marché informationnellement efficient est défini comme étant un*

marché sur lequel le prix observé reflète pleinement et instantanément toute l'information disponible'. Un tel marché incorpore donc instantanément les conséquences des événements passés et reflète avec précision les anticipations exprimées sur les événements futurs. Un tel marché suppose de plus une allocation optimale des ressources disponibles. Selon cette théorie il n'y a **pas** d'auto corrélation des prix. Chaque agent participant au marché interprète individuellement l'information disponible, égale pour tous, et tous convergent vers la même estimation de la *valeur fondamentale*.

Définition 4.4.2 (Valeur fondamentale). Valeur objective des marchandises et des actions d'une entreprise basée sur la quantité de travail utile à la production des marchandises.

4.4.2 Critique de l'efficience informationnelle

Il existe deux critiques internes majeurs concernant l'efficience informationnelle

- Le paradoxe de Grossman et Stiglitz, l'hypothèse d'autoréférentialité, *On the impossibility of informationally efficient markets*
- La critique de Schiller : la variance des dividendes est beaucoup plus faible que celle du cours des actions, *The volatility of stock market prices*

4.4.3 Trois courants d'analyse

- Néoclassiques orthodoxes Fama valeur fondamentale et efficience informationnelle
- Néoclassiques critiques Shiller, Schleifer *noise trader approach*, volatilité et imprévisibilité des marchés, *narrative economics* et autoréférentialité
- Théorie mimétique Keynes, rôle central de l'intersubjectivité et du mimétisme, exemple du concours de beauté

4.5 Agences de notation

4.5.1 Définitions et exemples, un oligopole américain

Définition 4.5.1 (Agence de notation). *Credit Rating Agency* en anglais, c'est un organisme chargé d'évaluer le risque de non-remboursement de la dette ou d'un emprunt d'un État, d'une entreprise ou d'une collectivité locale, *etc.* Rémunérée par le demandeur de notation financière, elle produit, à titre indicatif, des outils qui estiment les risques d'insolvabilité. Différentes échelles de notation existent suivant les agences, les entités notées et la période considérée, long terme ou court terme.

Les trois principales agences de notation sont aujourd'hui *Goody's*, *Standard & Poors* et *Fitch Ratings*. Ces trois entreprises américaines détiennent à elles seules plus de 85% du marché, il s'agit d'un véritable oligopole américain. Ce dernier pose le problème de l'autorenforcement. Les entreprises souhaitent être notées par les agences les plus réputées, ce qui a pour effet secondaire de renforcer la popularité de ces agences. Il est bon de noter que ces agences sont juges et parti. Le processus de *rating* devient alors itératif, l'agence conseillant le structureur, celui-ci soumet une proposition, si l'objectif de *rating* n'est pas atteint il revoit sa copie ou va voir une autre agence. On voit alors nettement à quel conflit d'intérêts les agences sont confrontées, et il n'est pas surprenant que certaines aient cédé à une certaine complaisance vis-à-vis de leurs clients qui sont, ceux-là même qu'elles sont censées noter. Pire, ces derniers ne les paieront que si le *rating* est finalement publié, ce qui leur procure un levier supplémentaire. Cela met en évidence une seconde critique de cet oligopole et nous amène à la deuxième section.

4.5.2 Une critique du système actuel

Les notes émises par les agences de notation ont une répercussion directe et puissante sur l'économie de grandes institutions, leurs décisions peuvent induire un bouleversement social économique et politique au sein même d'un pays.

Malgré cela les agences insistent beaucoup sur le fait que le *rating* représente une opinion, et non une quelconque forme de garantie ou d'engagement de leur part, ce qui au regard de la loi américaine les met à l'abri de poursuites de la part des investisseurs. Le *rating* a ses limites, il constitue une évaluation du risque de crédit à l'exclusion de tout autre risque. Il ne donne aucune indication sur la rentabilité potentielle d'un investissement, ni sur la volatilité des titres émis.

- En 1931 *Moody's* dégrade la Grèce, les problèmes économiques qui en découlent sont suivis d'émeutes, la monarchie est rétablie puis renversée par un coup d'état en 1936. En 2009 la Grèce descend de 9 critères dans l'échelle de notation, ce qui prolonge et empire la crise économique du pays
- Les erreurs parfois coûteuses des agences de notation amènent une perte de confiance en ces dernières. L'affaire Eron est un bon exemple, une entreprise notée AAA, la meilleure note, jusqu'à 3 jours avant sa faillite. La société empruntait à l'aide d'autres sociétés écran pour cacher ses dettes, les agences ont pu être bernées par des manipulations comptables
- Les agences manquent parfois de recul, ce fut le cas lors des *subprimes*, les prêts à des usagers peu solvables étaient notés AAA aussi, les agences n'ont pas vu la crise venir

En réponse à cela, l'Europe a mis en place la création d'une certification européenne sur les agences de notation qui y exercent, applicable à partir d'avril 2010. Ce règlement prévoit une procédure d'enregistrement des agences auprès du *Committee of European Securities Regulators*, devenu l'ESMA, l'obligation d'une plus grande transparence sur les méthodes utilisées, la façon dont les conflits d'intérêt sont gérés, *etc.* En parallèle des agences de notation sociétales se développent ainsi qu'un système de notation interne.

Chapitre 5

La dette publique, l'exemple européen

Pourquoi les dettes publiques européennes sont-elles si élevées, cela constitue-t-il un problème ?

Définition 5.0.1 (Dette publique). L'ensemble des engagements financiers pris sous formes d'emprunts par un État, ses collectivités publiques et ses organismes qui en dépendent directement comme certaines entreprises publiques, les organismes de sécurité sociale, *etc.* Tous les pays ont des dettes publiques, même ceux dont les recettes sont supérieures aux dépenses et le patrimoine financier net largement positif. L'État présente donc souvent en fin d'année un solde budgétaire négatif, aussi appelé *déficit public*.

La dette publique possède certaines caractéristiques qui lui sont propres

- La continuité et la perpétuité de l'État. Les prêts à un État sont grâce à cela très sûrs, même si ce dernier n'est pas solvable immédiatement, il pourra l'être dans le futur. La Révolution française est un bon exemple, la dette fut conservée après l'abolition de la monarchie. Il y a une séparation entre dette d'État et gouvernement
- Presque tous les États européens en possèdent une, les États Unis jusqu'au XIX^{ème} et la Chine jusqu'au XVIII^{ème} n'en avaient pas, cela était mal perçu
- Elle est l'objet d'une méfiance de la part de l'économie politique, elle garde longtemps mauvaise image. Un changement majeur se produit en 1914 avec le début de la Première Guerre mondiale. Keynes met en avant plusieurs atouts du *deficit spending*, on se met à penser que la dette publique est une bonne chose, qu'elle permet aux pays de se développer.

Définition 5.0.2 (*Deficit spending*). Lorsqu'un gouvernement dépense plus que la somme de ses revenus, selon l'économiste Keynes cela présente deux atouts majeurs

1. Selon lui un niveau de dépense minimal est nécessaire pour maintenir la *demande globale*, c'est à dire la somme des dépenses des particuliers et des entreprises, elle même nécessaire au maintien d'un taux de chômage bas
2. Le second, et peu être plus important, selon Keynes une dépense d'un dollar de la part du gouvernement peu entrainer une augmentation de la production économique finale d'une valeur de plus d'un dollar. Il s'agit du *multiplier effect*

Malgré ce changement dans l'opinion générale, la dette publique reste l'objet de critiques de la part de ses détracteurs. En 1980 par exemple R. Barro et J. Buchanan publient leur critique de cette dernière en la qualifiant de '*plus important problème économique auquel doivent faire face les démocraties occidentales*'.

5.0.1 Comment l'État emprunte-t-il ?

Les emprunts de l'État français sont très règlementés. On retrouve au 9^{ème} étage du ministère de l'économie, à Bercy, *l'Agence France Trésor* chargée des emprunts.

Définition 5.0.3 (Agence France Trésor). C'est un service à compétence nationale français chargé de gérer la dette et la trésorerie de l'État. Elle a été créée sous le nom d'Agence de la dette par l'arrêté du 8 février 2001, et est rattachée à la Direction générale du Trésor.

En automne cette dernière émet un projet de loi de finance qui détermine le montant que la France devra emprunter pour l'année suivante. Chaque premier jeudi du mois, la France émet des OAT, *Obligations Assimilables du Trésor Français*, le troisième jeudi du mois elle émet les BTAN, *Bon du trésor à intérêts annuels*.

Définition 5.0.4 (OAT). Ce sont des valeurs assimilables du Trésor à moyen et long terme, de maturité de 2 à 50 ans. Les OAT constituent la forme unique du financement à moyen et long terme de l'État, après en avoir été la forme privilégiée sur le seul long terme entre 1985 et 2012. En 2013 les nouveaux titres de référence créés sur le moyen terme, précédemment émis sous la forme de BTAN, sont désormais émis sous la forme d'OAT, comme pour les titres de long terme.

Définition 5.0.5 (BTAN). Ce sont des titres de 2 à 5 ans, aujourd'hui, le dernier *Bon du Trésor à intérêts Annuels* est arrivé à maturité, plus précisément le 25 juillet 2017. L'État a remboursé cette ligne obligataire pour un montant nominal de 19,3 milliards d'euros. À ce jour, il n'y a plus de BTAN s'échangeant sur le marché secondaire. Leur disparition fait partie d'une politique d'uniformisation de la dette de l'État.

L'AFT travaille avec une vingtaine de banques *Spécialistes Valeurs du Trésor*, qui achètent des titres d'emprunt et fournissent leurs conseils. On retrouve parmi les 18 banques internationales accréditées,

- 5 banques américaines dont *Citigroup, Bank of America, etc.*
- 4 banques françaises *BNP Paribas, la Société Générale* et *CA*
- 1 Suisse, *UBS*

Définition 5.0.6 (Spécialiste Valeurs du Trésor). Aussi *primary dealer* en anglais, il s'agit d'une institution financière, banque ou maison de courtage, habilitée à commercer directement avec un gouvernement, l'AFT en France ou la Réserve fédérale aux États Unis.

On cherche des pays à forte épargne. En plus de ces banques, les responsables de l'AFT se rendent une à deux fois par mois dans les pays riches comme les États Unis, la Chine, le Japon et la Suisse pour négocier certains emprunts. Il ne s'agit en aucun cas de placements de spéculation. Les acheteurs sont les *primary dealers*, puis sur le marché secondaire les Banques Centrales, fonds souverains, grands investisseurs privés, assureurs, fonds de pension, banques, *etc.*

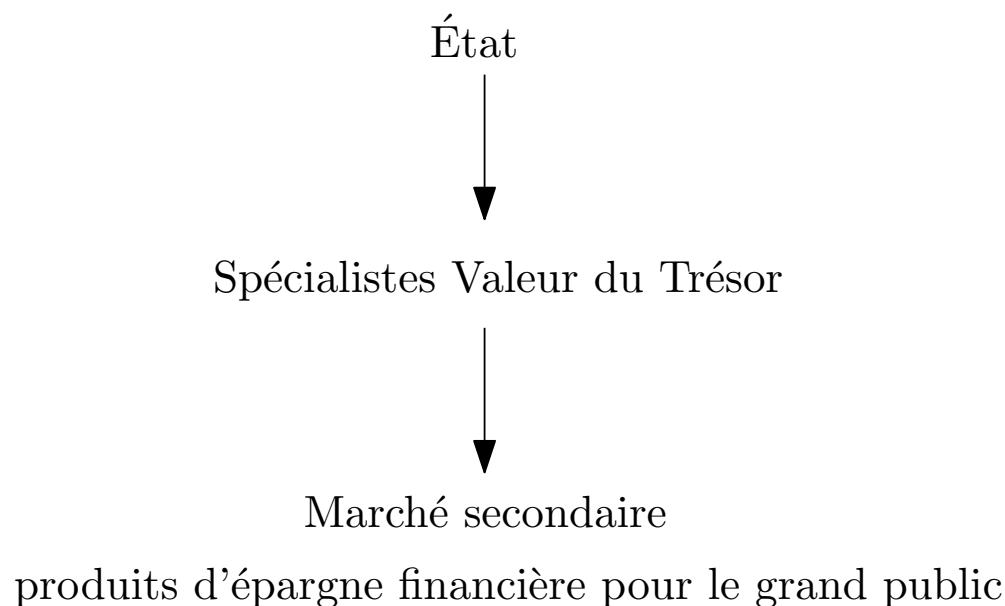


FIGURE 5.1 – Schéma du rachat de la dette publique

Les dettes de l'État sont considérées comme un actif sûr, cela explique entre autres pourquoi malgré la valeur effarante de la dette publique les investisseurs continuent à prêter à l'État. Elles présentent plusieurs avantages :

- Support de nombreux produits d'épargne à long terme comme les assurances vie

- Elles sont conservés par les investisseurs institutionnels
- Elles sont importantes pour les banques privées, ce sont des placements sans risque, éventuellement dans la monnaie nationale, et sont indispensables pour emprunter auprès de la Banque Centrale

5.0.2 Les dettes publiques européennes

Définition 5.0.7 (Taux d'endettement). Il s'agit du rapport

$$\frac{\text{Dette publique}}{\text{PIB}}.$$

De par sa définition, l'évolution de ce ratio va dépendre, en plus des autres variables déjà identifiées, du taux de croissance de l'économie.

En 1992, lors du traité de Maastricht, il est fixé que ce rapport ne doit pas dépasser 60%, et le déficit public doit être inférieur à 3%. On parle de *critère de Maastricht*, ou *critère de convergence*. Ce seuil fut beaucoup critiqué car largement dépassé pour la plupart des pays européens, notamment la France et l'Allemagne qui disposent d'une économie robuste et réputée très solvable. En chiffres, le taux d'endettement français est proche de 100%, cela représente un déficit de 2500 milliards d'euros. Il fut finalement l'objet d'un assouplissement en Mars 2005 sous la pression de l'Allemagne et la France.

Définition 5.0.8 (Dettes au sens de Maastricht). La dette au sens de Maastricht couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux. Sont ainsi pris en compte les passifs de l'État, des organismes divers d'administration centrale, des administrations publiques locales et des administrations de sécurité sociale. La dette au sens de Maastricht est une dette brute : on ne lui soustrait pas les actifs financiers que détiennent les administrations publiques.

Le traité de Maastricht, entré en vigueur le 1er novembre 1993, a défini cinq critères de convergence que les États membres doivent respecter pour passer à la monnaie unique, l'euro. Les deux critères définis précédemment sont relatifs à la maîtrise des déficits publics.

Une dette publique élevée n'est pas nécessairement signe d'une mauvaise économie, au contraire un pays aura intérêt à s'endetter lorsque son économie est en bonne santé et que les taux d'intérêt sont au plus bas, pour optimiser son développement. La réciproque n'est pas forcément vraie non plus, l'Espagne respectait le critère de Maastricht avant la crise de 2008 alors que son économie n'est pas la plus robuste d'Europe, le pays fut l'un des plus

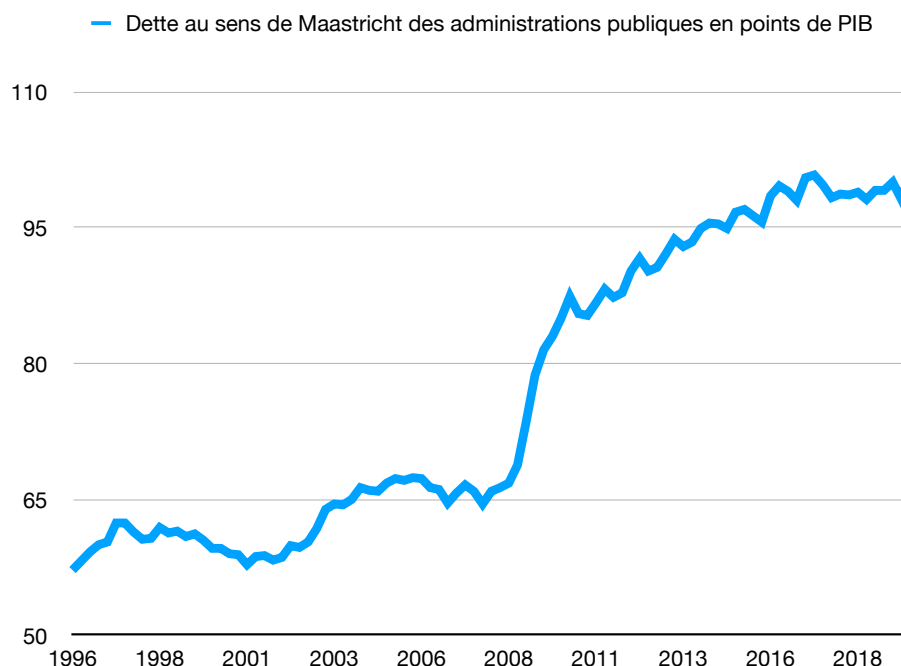


FIGURE 5.2 – Dette publique de l'État français au sens de Maastricht, source INSEE

touché par la crise de l'euro de 2010. On observe une decorrélation générale entre la valeur de la dette publique et l'économie d'un pays, le cas de la Grèce semble aller à l'encontre de cette idée.

On peut cependant remarquer une corrélation entre l'apparition de crises économiques et l'augmentation de la dette publique des États touchés

- Lors de la crise des *subprime* et celle du *Covid* le taux d'endettement de certains pays européens, et même des États Unis, a augmenté de 20 points
- Ce fut également le cas lors de la crise de l'euro en 2010, les pays les plus touchés furent la Grèce, puis l'Irlande, le Portugal et enfin l'Espagne

La crise des *subprime* a eu des répercussions terribles en Europe, elle a induit la crise de l'euro de 2010, certains pays ne pouvaient plus se redresser. Bien que les agences de notation jouent un rôle important dans ces situations de crise ; ces dernières donnent une note qui définit un taux d'intérêt¹ auquel un État peut emprunter, en mai 2010, même avant leur intervention, la Grèce ne pouvait plus financer son rétablissement, elle fut suivie par une majorité des pays du sud de l'Europe.

1. Les taux fixés peuvent même être négatifs, ce qui induit un profit vis à vis de l'inflation et offre un placement sûr

Cette crise ne fut pas mondiale, bien que le résultat de la crise de 2008 qui elle l'était. A son origine on retrouve le fonctionnement particulier du système économique européen. Le traité de Lisbonne, signé en 2009, affirme l'indépendance de la BCE. Cette dernière ne peut prêter directement aux pays membres de l'Union Européenne, les États membres doivent respecter des règles strictes sur leur santé économique et financière et ce, sans se financer auprès de la BCE.

L'absence d'une véritable souveraineté européenne semble être le fond du problème, l'Europe n'est pas un pays, c'est un groupe très hétérogène d'États qui ne suivent pas les mêmes politiques budgétaires et n'ont pas de contrôle sur leur propre devise, ni même sur leur Banque Centrale qui est totalement indépendante. Bien qu'assouplis, les critères de convergence stricts sont favorables à une politique de forte austérité plutôt qu'à la *relance keynésienne*, et l'on peut se demander si cette politique n'a pas été à l'origine du déclin économique dont la Grèce peine toujours à se relever. Aujourd'hui les États européens n'abordent plus une crise économique de cette façon, en un sens s'endetter ne fait plus peur. L'INSEE recense une augmentation de la dette publique européenne de 58,4 milliards d'euros au premier semestre de 2020, suite à l'épidémie.

5.0.3 Taux d'intérêts

Les taux d'intérêt peuvent ils rester durablement très bas ?

En Europe, c'est la BCE qui est en charge de la politique monétaire, elle est indépendante de tout État. Sa politique monétaire suit un cycle économique : lors d'une période de diminution de la croissance elle réduit les taux d'intérêts ce qui induit une hausse de la consommation et de l'inflation. Elle les remonte enfin lorsque l'inflation atteint un certain seuil pour éviter que les consommateurs ne perdent trop de pouvoir d'achat.

Ces taux sont aujourd'hui bas très bas, Japon + 20 ans avec un taux à 0%, une inflation qui peine à augmenter, la comparaison zone Euro Japon a ses limites, crise démographique, taux d'endettement, etc.

Wicksel, taux intérêt naturel -> long terme s'accompagne d'une inflation stable, l'estimation de ce taux est basse

Causes structurelles Excès d'épargne mondiale, liée à la hausse des inégalités et l'augmentation de l'espérance de vie Demande d'investissement moindre

Certains désirent continuer cette politique jusqu'à obtenir un taux à 2%

Peuvent ils remonter ? Difficultés éventuelles des institutions financières Risque de bulle économique Nécessite pour les Banques Centrales de retrouver une marge de manoeuvre suffisante pour faire face à une nouvelle crise tout en composant avec l'existence d'une trappe à liquidité

Pourraient ils descendre plus bas ? Espèces pas disponibles, taux bas incitent crédit et investissent Espèces disponibles, taux intérêts suffisamment bas, il est préférable d'épargner, rôle de plancher des taux d'intérêt

FMI suggère la création d'un système dual espèce/monnaie électronique