

# Introduction à la vie économique

Automne 2020



# Table des matières

<b>1</b>	<b>Le marché monétaire</b>	<b>5</b>
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
<b>2</b>	<b>L'efficience des marchés du travail</b>	<b>11</b>
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
<b>3</b>	<b>Marchés financiers</b>	<b>15</b>
3.1	Historique . . . . .	15
3.2	L'essor des marchés financiers . . . . .	16
3.2.1	Les causes de cet essor... . . . .	16
3.2.2	...et les conséquences . . . . .	17
3.2.3	Capitalisation boursière mondiale . . . . .	18
3.3	La signification économique des variations d'un indice boursier, l'exemple du CAC 40 . . . . .	18
3.3.1	Quelques définitions . . . . .	18
3.3.2	Interprétation de l'indice . . . . .	19
3.4	Analyser les variations boursières . . . . .	20
3.4.1	La notion d'efficience informationnelle . . . . .	20
3.4.2	Critique de l'efficience informationnelle . . . . .	21
3.4.3	Trois courants d'analyse . . . . .	21

3.5	Agences de notation . . . . .	21
3.5.1	Définitions et exemples, un oligopole américain . . . . .	21
3.5.2	Une critique du système actuel . . . . .	22

# Chapitre 1

## Le marché monétaire

### 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 justifiée 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 le développement et la croissance au long terme entre autres. 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 d'appliquer la politique monétaire.

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.

**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.

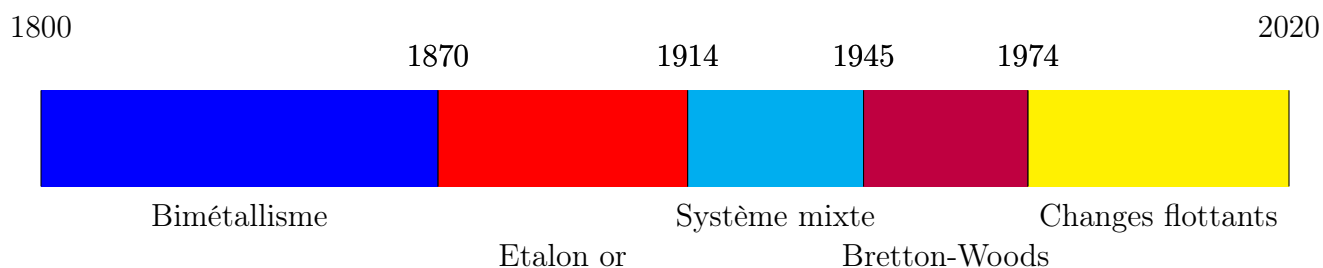
Une autre déflation se met en place dès les années 1990, due à la baisse des coûts de productions en Asie, notamment en Chine.

## 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. Le problème de l'intérêt 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.

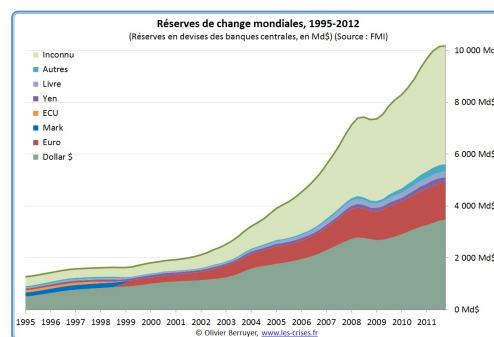
Dans le système de changes flottants l'or perd sa valeur monétaire, la valeur d'une monnaie se determine relativement au marché monétaire. Ce système ne concerne qu'un nombre limité de monnaies, certains suivent le système de monnaie dirigée, ou de régime de change fixe ajustable ou de change fixe rigide. Dans ces deux derniers système 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.



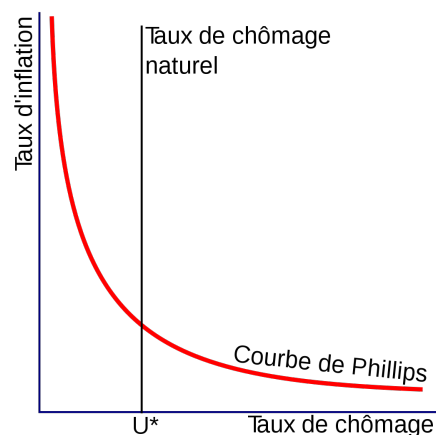
# Chapitre 2

## 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

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 calcul 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, concept de chômage volontaire et de salaire de réserve, et du 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'efficiency*, 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'efficiency 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 cette 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 prévu par le modèle du salaire d'efficiency.

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 créer 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

## Marchés financiers

### 3.1 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<sup>ème</sup> siècle qu'ils acquièrent un rôle plus important :

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

Cet essor des marchés entraîne à la fin de cette période la deuxième révolution industrielle. On observe par la suite une décroissance de la place des marchés financiers, 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 leur place importante et détrônent les banques. Une nouvelle fois une fois l'essor des marchés financiers est accompagné d'une révolution industrielle, la troisième.

**Définition 3.1.1** (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 issue de la fusion des bourses de Paris Bruxelles et Amsterdam.

## 3.2 L'essor des marchés financiers

### 3.2.1 Les causes de cet essor...

On observe à la fin du 20<sup>ème</sup> 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.

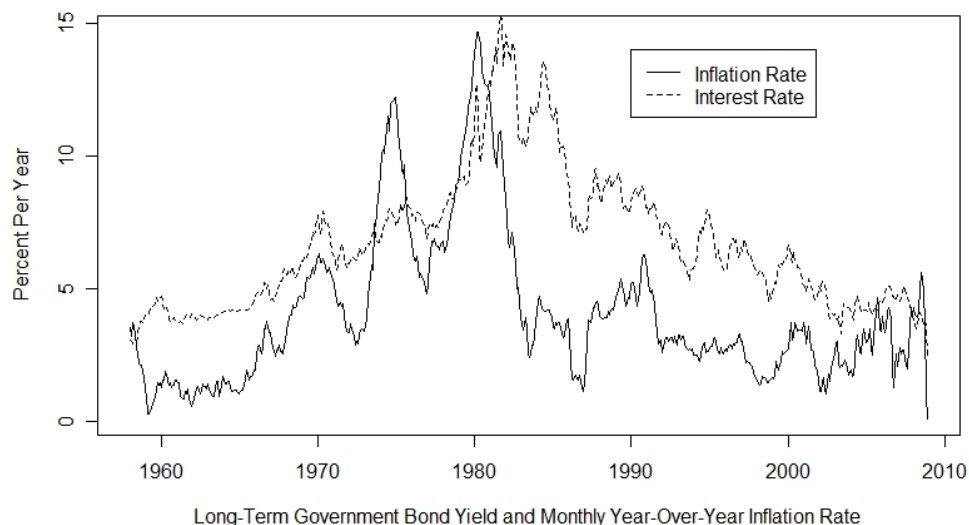


FIGURE 3.1 – Taux d'intérêt aux États Unis suite à la politique de la FED



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 3.2.1** (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.

### 3.2.2 ...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...
- 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 partageant donc les conséquences. Les risques peuvent avoir une répercussion plus grande et plus directe

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.

### 3.2.3 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 30 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.

## 3.3 La signification économique des variations d'un indice boursier, l'exemple du CAC 40

### 3.3.1 Quelques définitions

**Définition 3.3.1** (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 3.3.2** (CAC 40). C'est un indice boursier qui prend en compte les 40 plus grosses

### 3.3. LA SIGNIFICATION ÉCONOMIQUE DES VARIATIONS D'UN INDICE BOURSIER, L'EXEMPLE

sociétés françaises<sup>1</sup>, 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 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, souvent plus faible que les autres indices.

**Définition 3.3.3** (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.

#### 3.3.2 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. 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.

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 3.3.4.** 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,

---

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.

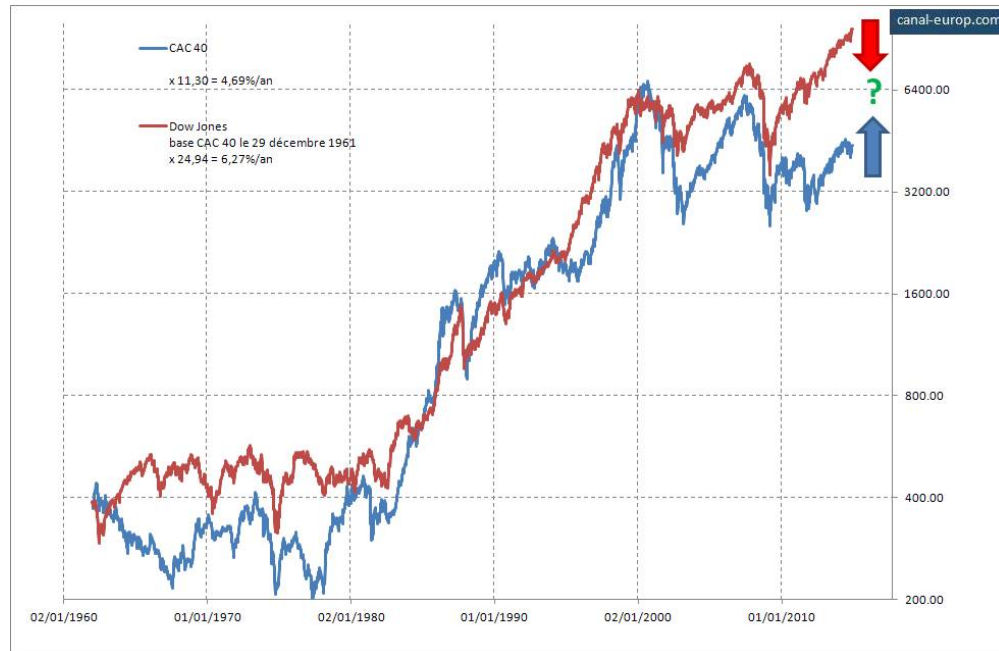


FIGURE 3.2 – Evolution du CAC 40 et du Dow Jones

l'indice NASDAQ est l'indice boursier qui mesure la performance des entreprises qui y sont inscrites et cotées.

### 3.4 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.

#### 3.4.1 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 3.4.1** (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 3.4.2** (Valeur fondamentale). Valeur objective des marchandises et des actions d’une entreprise basée sur la quantité de travail utile à la production des marchandises.

### 3.4.2 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*

### 3.4.3 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

## 3.5 Agences de notation

### 3.5.1 Définitions et exemples, un oligopole américain

**Définition 3.5.1** (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.

### 3.5.2 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.