

La démocratie financiarisée

Les urnes à l'épreuve du marché : élection présidentielle française de 2017 et risque politique

Mémoire réalisé par
Nicolas Hercelin

Promoteurs
Isabelle Ferreras (UCL)
Benjamin Lemoine (EHESS)

Lecteur
Benoit Rihoux

Année académique 2016 - 2017
Master en sciences politiques, orientation générale à finalité spécialisée : innovations et transformations démocratiques

Déclaration de déontologie

« Je déclare sur l'honneur que ce mémoire a été écrit de ma plume, sans avoir sollicité d'aide extérieure illicite, qu'il n'est pas la reprise d'un travail présenté dans une autre institution pour évaluation, et qu'il n'a jamais été publié, en tout ou en partie. Toutes les informations (idées, phrases, graphes, cartes, tableaux, ...) empruntées ou faisant référence à des sources primaires ou secondaires sont référencées adéquatement selon la méthode universitaire en vigueur.

Je déclare avoir pris connaissance et adhérer au **Code de déontologie pour les étudiants en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses** et savoir que le plagiat constitue une faute grave. »

Nicolas Hercelin

Remerciements

Je tiens premièrement à remercier Isabelle Ferreras pour la confiance et l'aide qu'elle m'a apportée pour réaliser ce travail de recherche. Mes remerciements vont aussi à Benjamin Lemoine dont le travail et le suivit lors de mon passage à l'EHESS ont grandement inspirés ma recherche. Je souhaite remercier également l'équipe du CADTM de Liège qui m'a accueillie en stage l'année passée, ainsi que l'ensemble des bénévoles. Votre détermination et votre travail m'ont longtemps accompagné pendant mes études, et je suis heureux d'avoir pu y prendre part. Puis je tiens aussi à remercier l'UCL, l'école PSAD et ainsi que le corps professoral qui m'a suivi pendant ces années à Louvain-La-Neuve. Malgré des divergences de sensibilités politiques parfois apparentes, votre Université a toujours su constituer un espace où je pouvais m'exprimer librement. Je crois que ce travail en est la meilleure preuve.

Je tiens particulièrement à remercier Anouar, Antoine, Florian et Adelin pour m'avoir montré la voie. Voir ses proches s'accomplir et se dépasser à la seule force de la volonté est une inestimable source d'énergie. Puis évidemment la *Casbah* à Bruxelles, tout ceux qui y sont passés, mais tout particulièrement Clément et Jonas avec qui les discussions passionnées n'ont jamais cessé de m'inspirer. Merci à vous de toujours transcrire vos paroles en actes. Une pensée pour *Univers City Breakers*. Vous avez été un point d'accroche sans failles, une seconde famille, et cela dès le moment où je suis arrivé en Belgique. Merci à Axelle qui au cours de cette dernière année a été en première ligne face à mes doutes et mes questionnements. Ton honnêteté et tes conseils ont toujours été précieux.

Puis rien de tout cela ne serait possible sans les membres de ma famille, qui de près ou de loin ont toutes et tous été acteurs de ma construction et de mon développement. Je vous dois tout à toutes et à tous. Une pensée spéciale à mon frère Thibault, artisan quotidien de ma motivation et de mon optimisme. Evidemment une infinie reconnaissance à mes parents, Isabelle et Bruno, qui m'ont toujours accompagné, jusqu'aux finitions mêmes de ce mémoire. Je ne sais comment il sera possible de rendre tout ce que vous m'avez donné. Merci du fond du cœur. Enfin un remerciement tout particulier à ma grand-mère, Françoise. Ce travail n'aurait pas pu voir le jour sans ton accueil et ta présence.

Puis merci à tous ceux que je n'ai pas cités mais qui comptent. Le silence n'est pas un oubli.

Nicolas

TABLE DES MATIERES

I.	INTRODUCTION	7
II.	Cadre théorique : La détermination de l'agir étatique au carrefour des urnes et de la monnaie	11
II. 1.	La démocratie comme déterminant théorique de l'Etat moderne	11
II. 2.	Le régime représentatif des démocraties modernes	12
II. 3.	La centralité monétaire dans les sociétés contemporaines : le crédit moteur de la richesse collective	14
II. 4.	La monnaie : une ressource nécessaire pour l'Etat	17
II. 5.	Le financement de l'Etat français à l'heure de la financiarisation	18
III.	Affinement théorique : concurrence entre la détermination du peuple et celle du marché ?	24
IV.	Cadre d'analyse : caractériser le marché selon des catégories des sciences politiques	26
V.	Prise empirique : l'élection présidentielle française de 2017	29
VI.	Cadre méthodologique : sonder les (dis)cours du marché lors des élections présidentielles en France	31
VII.	Résultats : élections présidentielles et risque politique pour le marché	34
VII. 1.	Des cours qui en disent long	34
VII. 2.	Un marché partisan	41
a.	Les candidats du risque	41
b.	Les candidats market friendly	43
VII. 3.	Les enjeux politiques des investisseurs	45
a.	L'euro et le cadre des Traités européens	46
b.	La place de l'Etat dans l'économie	48
VII. 4.	Hétérogénéité du rapport au risque politique	51
VII. 5.	Le débordement du marché sur la sphère politique	58
a.	Marché primaire et coût budgétaire de la spéculation	58
b.	Prégnance de l'opinion du marché dans le débat public	61
VIII.	Conceptualisation des résultats	67
VIII. 1.	Les électeurs votent, le marché sanctionne	67
VIII. 2.	Régime universel versus régime censitaire	69
VIII. 3.	Rentabilité, spéculations et compétitions	72
VIII. 4.	Des opinions en échos ?	76
IX.	Conclusion	78
	Bibliographie	82
	Annexe explicative et analytique : la dette publique et la dépendance structurelle de l'Etat français aux marchés financiers	89
	Annexe explicative : explicitation du mécanisme d'emprunt obligataire et du taux de marché.	92

Annexe analytique : comparatifs des différents titres de dette.	95
Annexe analytique : tableau reprenant les coûts budgétaires éprouvés par l'Etat au cours des élections	96

I. INTRODUCTION

Le champ des sciences politiques est animé depuis déjà plusieurs décennies par la tentative de saisir les raisons de la désertion de la participation politique par une large frange de la population. Comme en témoigne les résultats de la participation aux dernières élections c'est une véritable apathie politique qui saisit l'ensemble des institutions démocratiques des sociétés de l'Union Européenne (VAN REYBROUK 2013). Plusieurs chercheurs travaillant sur l'innovation démocratique imputent cet état de fait aux procédés et aux institutions des démocraties représentatives ; insuffisantes selon certains à garantir un contrôle populaire, à représenter la myriade des opinions ou encore à fournir un cadre efficient de formation de l'opinion.

Mais on peut également trouver chez certains auteurs le soupçon que les transformations que connaissent les sociétés occidentales avec la mondialisation impliqueraient une dilution progressive de la souveraineté démocratique nationale dans le jeu des interdépendances globales. Sentiments qui se partagent au sein de la population, notamment avec le succès que connaissent les partis souverainistes en Europe, et qui à de nombreux égards semblent faire correspondre cette perte de souveraineté avec le poids accrue du monde financier dans toutes les sphères de la société (HELD 2006, p.316). On aurait alors une raison supplémentaire à l'essoufflement de la participation politique : celle avançant qu'un monde au-dessus des institutions politiques traditionnelles « tiendrait » l'Etat et rendrait stérile toute participation politique.

Ce monde, « le marché » ou « la finance » est souvent apprécié par les sciences politiques au mieux comme une variable exogène autorégulée (BERNHARD & al. 2006) ou au pire comme un champ réservé aux économistes. Après plusieurs décennies de discours performatifs d'une certaine branche de la théorie économique (DERTHICK & al. 1985 ; GUILBERT 2011) il semblerait en effet que l'objet de la finance ne soit pas ouvert aux discussions que pourrait amorcer traditionnellement la science politique : c'est-à-dire celle du pouvoir, du régime qui préside à la prise de décision, des configurations institutionnelles ou encore des rapports de forces politiques qui s'y logeraient.

L'objet de ce mémoire est au contraire de penser qu'il est tout à fait possible – voir tout à fait nécessaire – d'intégrer à l'analyse de l'Etat et de la démocratie celle des marchés. Qui plus est,

qu'il est nécessaire et possible d'y appliquer les concepts qui habituellement, sont réservés aux catégories de l'Etat, de l'opinion, des partis et de la démocratie. Ce parti pris est inspiré par la branche dite « institutionnaliste » des sciences sociales qui – notamment au sein de l'économie hétérodoxe¹ – entendrait analyser « l'économie » et « la politique » simultanément. Comprendre ici, qu'il est impossible de saisir pleinement toute problématiques économiques en excluant l'existence d'une puissance souveraine régulatrice et, réciproquement, de décrypter un régime politique sans y intégrer la question de sa reproduction matérielle en interdépendance avec une économie donnée.

Sur un plan strictement théorique, il advient en effet qu'il n'est pas possible de concevoir une organisation économique extrêmement individualisés - comme l'est la société marchande contemporaine - sans considérer une puissance collective régulatrice qui en garantie l'ordre. C'est d'ailleurs un des propos de Marx d'affirmer que le capitalisme ne peut se développer que si le régime de la propriété privée est garanti par l'ordre public (HELD 2006, pp.96-122). En prenant une définition de l'Etat comme l'endroit du monopole de la violence légitime, Weber affirme dans le même temps que la complaisance de l'Etat aux forces naissantes du capitalisme en explique sa prégnance contemporaine (HELD 2006, p.143). Au même titre Braudel exprime qu'il a toujours existé une forme de capitalisme dans de nombreuses sociétés, et qu'elle a toujours pu survivre et/ou se développer grâce à la bienveillance ou à la négligence des autorités locales (BRAUDEL 2014). Dans la même veine, Polanyi exprime à son tour que le développement du capitalisme industriel, au tournant de la révolution industrielle en Angleterre, a été accompagné d'une régulation de la force publique pour en atténuer les effets néfastes (POLANYI 1983).

Réciproquement l'existence d'une force collective à même de réguler la société ne peut être détachée des moyens par lesquelles elle subsiste et se reproduit. La reproduction de l'Etat – dans son acception moderne ou d'ancien régime - dépend en grande partie de sa capacité à prélever de la richesse sur la sphère économique de son territoire (THERET 1992). C'est ici l'Etat compris dans son versant fiscal, qui explicite à la fois sa dépendance à la sphère économique pour sa reproduction mais aussi sa capacité à mobiliser une violence légitime (le

¹ On retiendra par exemple l'école de la régulation qui voit dans l'Etat, la monnaie, le rapport salarial, la concurrence ou encore le régime international cinq formes institutionnelles structurant les rapports sociaux du capitalisme et à partir desquelles il est possible d'étudier les formes politico-économiques des différents rapports sociaux qui traversent la société. [GAVA 2001]

pouvoir militaire) pour accéder aux richesses économiques. Ou alors dans sa forme plus récente d'entreprendre une démarche de consentement dans l'impôt dans le rapport à la démocratie (DEFLANDRE 2014).

Adopter cette posture ce n'est pas oublier également qu'au sein de la sphère économique se joue des enjeux proprement politiques. Ainsi que ce soit la question de la prise de décision au sein de l'entreprise (FERRERAS 2012), encore la question du rapport de force qui se déduit d'un contrat de travail ou des interactions sur le partage de la richesse, la sphère économique est traversée par des phénomènes qui ne sont pas apolitiques. De même dans la sphère politique de l'Etat, et particulièrement à l'heure de l'Etat social, la dimension économique est prégnante que ce soit du point de vue de l'économie administrative de l'Etat mais aussi de son versant de la politique économique qui n'est pas sans rappeler que l'Etat est un acteur essentiel de la (re)production matérielle de la société (RAMAUX 2012).

En empruntant les lignes tracées par ces ensembles théoriques, on peut alors les prolonger en affirmant la pertinence d'une recherche sur les variables matérielles de l'effectivité de processus démocratiques et, à l'inverse, sur les variables démocratiques de processus économiques.

Il faudra alors revenir sur l'importance de la démocratie dans nos sociétés contemporaines. Que ce soit dans l'intériorisation de ses valeurs par les sociétés que par le fait qu'elle détermine aujourd'hui la légitimité de l'Etat et de ses actions souveraines à travers le processus de la représentation. Puis il faudra souligner que ce processus démocratique se déploie dans un environnement économique d'économie marchande (capitaliste) où la monnaie joue un rôle central pour l'action humaine et collective. La centralité de la monnaie pour la société se répercute aussi sur l'Etat dont son accès détermine une large part de son action souveraine. Mais il faudra ne pas oublier de préciser qu'en dernière analyse les spécificités de la circulation et de l'allocation monétaire sont déterminées par un cadre institutionnel précis. C'est pourquoi l'étude de la finance ou des marchés constitue un objet de recherche pertinent, puisque dans le cadre institutionnel (ici européen) de la « financiarisation » l'accès à la monnaie de la puissance publique dépend quasi-exclusivement du secteur bancaire privé et des marchés financiers. Nous aurons alors la possibilité de problématiser la question de la démocratie représentative à l'heure de la financiarisation pour

enfin proposer un cadre d'analyse permettant d'assurer l'étude des enjeux qui se dégagent de cette question.

Cette démarche hypothético-déductive sera entreprise dans le cadre empirique de la prise en compte du risque politique par le marché obligataire au moment des élections présidentielles françaises de 2017. C'est à partir de l'étude des données que nous avons collecté lors de cet évènement politique que pourra se conceptualiser, de manière comparative, la question de la *démocratie financiarisée*.

II. Cadre théorique : *La détermination de l'agir étatique au carrefour des urnes et de la monnaie*

II. 1. La démocratie comme déterminant théorique de l'Etat moderne

Enclencher une analyse de la démocratie en France en y intégrant la variable des « marchés financiers » présuppose de se doter d'outils théoriques sur la démocratie. Une étape dans laquelle il est difficile d'échapper à une certaine normativité, tant le concept de démocratie est sujet à nombres de croyances sur ce qu'il renferme selon l'époque et la sensibilité politique à laquelle on se réfère (GRAEBER 2005 ; FREITAG 2016). En effet il advient qu'au fil des recherches et des débats sur la question de ce « qu'est » la démocratie, on en revient souvent à des conclusions sur ce « qu'elle devrait être ». Pour dépasser cet écueil, nous proposons d'assumer une teinte de subjectivité dans la présentation du concept de démocratie qui guidera cette recherche, tout en tentant de lui donner un écho et une prise socio-historique dans ses concrétisations institutionnelles.

En premier lieu nous pensons qu'il est possible de dégager une conception générique de « la démocratie » au-delà d'arrangements institutionnels particuliers (ou vécus) tout en prenant en compte, dans un deuxième temps, l'évolution socio-historique de son fondement conceptuel en Occident. En effet « la démocratie » n'est pas un concept figé dans ses institutions mais, au contraire, elle en est leurs horizons normatifs, faisant d'elle un processus pouvait s'actualiser au fil du temps.

A ce titre, la démocratie peut être présentée comme un principe de justice, ou comme une valeur transcendante, auquel le collectif « politique » se réfère, et par lequel il agit. On peut alors emprunter là une définition procédurale de la « justice démocratique » où « *chaque personne concernée par une décision et considérée comme membre de la communauté politique doit participer à la discussion sur la norme qui s'appliquera et sur ses modalités d'application (participation directe), ou, à minima, peser autant qu'une autre dans le règlement de la procédure par laquelle la norme sera établie (système de représentation)* ». (FERRERAS 2012, p.85).

C'est ici que la vision purement procédurale doit être complétée par une définition qui prend en considération, dialectiquement, le processus socio-historique de changement du référentiel légitimant l'autorité politique en occident lors du passage à la société moderne². Alors que dans les sociétés d'Ancien Régime l'autorité politique et la structuration de l'ordre sociale étaient légitimées par la tradition et la référence à un ordre Divin, « *schématiquement, c'est à ce fondement transcendant de l'autorité [...] que le peuple (la bourgeoisie d'abord) va se substituer, au nom de la société et de la valeur transcendantale qui est maintenant reconnue directement à la personne humaine libre et souveraine, laquelle est désormais la Raison ou encore, au nom de la « Nation » comprise comme corps politique agissant en vue des « intérêts communs supérieurs » qui prennent alors eux-mêmes valeurs transcendantales relativement aux intérêts particuliers.* » (FREITAG 2002 p.62). Selon cette vision, la démocratie est aussi synonyme d'un renversement de l'ordre de la légitimation de l'autorité politique. C'est, selon cette définition, à présent le « peuple » qui est dépositaire de la souveraineté³, tant les institutions politiques (en premier lieu l'Etat central) doivent théoriquement s'y subordonner. Le concept de démocratie peut être ainsi présenté, en fusionnant sa définition procédurale et socio-historique, comme *un processus de légitimation de l'autorité politique et de production de/participation à des décisions communes, par et en référence à une communauté politique souveraine : le peuple.*

II. 2. Le régime représentatif des démocraties modernes

Les applications institutionnelles ou encore, les modes de gouvernements qui mettent en pratique « le » concept de la démocratie sont pour la majorité des sociétés contemporaines (du moins occidentales) basées sur le régime représentatif. C'est le cas en France. C'est alors

² Car si « la démocratie » peut s'appliquer à bon nombre de communautés ou d'espaces jugées politiques (comme la famille, le travail ou encore l'association), c'est en premier lieu à l'Etat (autorité politique par excellence) qu'elle s'applique. Etat, que nous n'avons pas pris le temps de soigneusement définir – même si nous supposons cette définition dans l'introduction. Mais qui selon une acception classique peut se concevoir comme excroissance – consensuelle ou oppressante - du collectif permettant de réguler et de pacifier une population sur un territoire donné à travers la production de norme dont la force de contrainte est tirée du monopole de la violence légitime – voir pour d'autre du monopole de la production du capital symbolique.

³ Le concept de souveraineté sera souvent utilisé dans ce travail. A de nombreux égards il peut se confondre avec la définition de la démocratie que nous proposons même s'il est tout à fait possible de parler de souveraineté hors du champ démocratique. Nous en proposons néanmoins une définition : « *la souveraineté est l'effort conscient et pratique d'une communauté dans la prise en main de son destin* ». (LORDON 2017)

à travers des élections à intervalles régulières que « les gouvernants » sont désignés par « le peuple » constitutionnellement reconnu comme tel. Une pléthore d’auteurs ont avancés qu’un mode de gouvernement désigné par élection était éloigné de ce que devrait être la démocratie où un peuple s’autogouverne⁴. Il va sans dire qu’à de nombreux égards le « gouvernement représentatif » possède, dans ses configurations institutionnelles, les relents d’un mode de gouvernement oligarchique ou aristocratique (MANIN 2012, pp.125-200). Que ce soit dans le « principe aristocratique de sélection du meilleur » qu’opère en soi le procédé électif (MANIN 2012, pp.174-186) ou encore dans la marge de liberté vis-à-vis de leurs électeurs que disposent les gouvernants une fois élus (absence de mandats impératifs ou de mécanisme de révocabilité) (MANIN 2012, p209).

Il n’en demeure pas moins que le processus de représentation assure une certaine continuité entre « la » volonté populaire et l’action des gouvernants. C’est de prime abord parce que le vote est un mécanisme contraignant par lequel le peuple réalise un acte souverain : celui de désigner le gouvernement de demain mais aussi et surtout de sanctionner celui d’hier. Ainsi, si l’élection de nouveaux représentants n’assure pas aujourd’hui que « les promesses soient tenues », la réitération des élections dans le futur donne la possibilité au peuple de juger et de contraindre demain les élus d’aujourd’hui. « *Le peuple est fait juge des politiques menées par les gouvernants, dans la mesure où c’est par son appréciation rétrospective des initiatives relativement autonomes des dirigeants qu’il contrôle la conduite des affaires publiques.* » (MANIN 2012, p.245)

Ce qui se joue également lors des élections c’est le processus de délibération dans lequel se confrontent et se forment « *des points de vue particuliers sur le Bien public* » (MANIN 1985, p.17) donnant au vote majoritaire sa légitimité. Bien qu’aujourd’hui extrêmement médié notamment par les appareils partisans et médiatiques, l’élection (et sa campagne) est le lieu où « *l’auditoire universelle* » délibère collectivement et tranche individuellement – une fois dans l’isolement – quant à la détermination du bien public.

⁴ On trouve évidemment cela chez Rousseau, mais également chez des auteurs comme Schumpeter ou encore Weber avec leur concept de *competitive elitism*.

Ainsi, si la démocratie représentative n'est pas le gouvernement du peuple par le peuple *stricto sensu*, la représentation reste néanmoins un processus par lequel le peuple⁵ forme et émet un jugement souverain, au moment de la campagne puis du vote, qui détermine la composition de l'Etat et oriente, dans une certaine mesure, ses actions.

II. 3. La centralité monétaire dans les sociétés contemporaines : le crédit moteur de la richesse collective

Si le processus de représentation est aujourd'hui le mode de détermination de la composition et de l'action de l'Etat, l'effectivité de cette représentation est notamment déterminée par la capacité de l'Etat à accéder aux ressources monétaires. En effet de par la place qu'occupe aujourd'hui la monnaie dans nos sociétés, la ressource monétaire est une condition nécessaire à la concrétisation des demandes sociales en action « souveraine » concrète, ou autrement dit en politique publique (THERET 1992 ; KNOEPFEL & al. 2015, pp.76-79). La centralité monétaire dans nos sociétés tient principalement au fait que la monnaie constitue simultanément un instrument d'échange, une unité de compte ainsi qu'une forme institutionnalisée de relations sociales.

Parler de la monnaie en tant qu'instrument d'échange c'est plus généralement lui attribuer la caractéristique d'être le support de droit et d'obligation entre individus, entre individus et entités collectives ou entre entités collectives (THERET 2016). Quand la monnaie est acceptée dans une société, sa possession ou le fait de l'accepter (pour un échange ou pour un salaire) renvoie à la réalité qu'elle ouvre à des droits (par exemple le pouvoir d'achat sur un ensemble de biens et de services). Réciproquement elle renvoie aussi au fait qu'elle est synonyme d'obligation (la contrepartie de la propriété sur un bien, le loyer ou encore l'impôt). Ainsi dans le cadre de l'économie marchande capitaliste la monnaie est adossée aux droits de propriété sur les choses, les hommes et la terre (POLANYI 1983) mais aussi sur le droit contractuel (à

⁵ Loin de nous d'avancer l'idée que le peuple est un et indivisible (même si c'est ce que propose la République française). Dans les fait « le peuple » est traversé par des courants, des rapports sociaux antagonistes voir des intérêts divergent. Il n'en demeure pas moins que le peuple électoral est identifiable clairement et que c'est par rapport à lui (ou son avis majoritaire) que se réfère l'action publique.

travers le salariat)⁶. De même l'économie publique de l'Etat fait que la monnaie est aussi adossée sur l'obligation de payer l'impôt et le droit à la protection régalienne ou sociale renvoyant ici au droit public (DUTRAIVE & al.). En somme une société monétisée peut se définir comme un tissu d'ensemble d'obligations et de droits (de créances et de dettes) médiatisés par la monnaie qui assure la reproductibilité de relations humaines, aussi bien d'échange que de solidarité (l'Etat social) ; donc la reproduction de la société elle-même.

L'autre état de la monnaie est celui du support de la valorisation que celle-ci permet aux individus. Si la sociologie et l'anthropologie de la monnaie ont montré que la monnaie symbolise toujours la valeur (ALARY & al. 2016 ; AGLIETTA & al. 1998), cette idée est plus accessible quand on prend en compte la forme contemporaine de la monnaie qui s'exprime à travers une unité de compte et *in fine* à travers le prix. La forme compte de la monnaie permet une comparaison généralisée des biens, des services voir des relations humaines qui traversent la société à travers un langage commun qu'elle institue – sans elle l'économie marchande n'aurait d'existence⁷. C'est à ce titre que la monnaie est le support de la valorisation individuelle et collective de la société : allouer de la monnaie à quelque chose ou fixer un prix à des biens c'est en dernière analyse attribuer une valeur qu'on leur accorde comparativement au reste. En d'autres termes la monnaie est le vecteur de ce qui est valorisé par la société⁸.

Il faut ici faire un détour par la forme concrète qu'a pris la monnaie dans les économies capitalistes contemporaines (depuis la révolution industrielle en Angleterre) afin d'illustrer notre propos. La monnaie contemporaine est principalement une monnaie de crédit et un

⁶ Ce qui renvoi ici au fait que l'Etat est le garant de l'ordre monétaire (voir *infra*).

⁷ On rejoint l'idée d'André Orléan (2011) affirmant qu'il ne peut y avoir d'organisation économique traversée par la division marchande (la division générale du travail) sans qu'un médium commun de la valeur viennent les mettre en rapport.

⁸ Inutile ici de rentrer dans le détail de l'opposition qui se joue dans les sciences sociales sur la théorie de la valeur. Nous en retenons-nous une conception non-substantialiste (ORLEAN 2011 ; ALARY & al. 2016): la valeur ne se trouve pas en soi dans les choses et les hommes, elle ne peut pas être découverte par l'entremise d'un équilibre général, par l'application d'un modèle de rareté, de préférence préétablis sans interactions humaines ou encore par un modèle de généralisation du troc. Elle est du ressort essentiel des forces et des dynamiques collectives qui traversent et dépassent les individus dans une société (ORLEAN 2015). Les effets de confiances, de mimétismes, de mode ou encore d'accident nous confirment dans l'idée qu'en premier lieu « la valeur » est une affaire collective d'interaction, de rapport social, de transcendance et qu'elle ne peut être réduit à aucune substance ou à aucun absolu : elle est fondamentalement relative à un contexte social. (LORDON & ORLEAN 2016).

actif financiers⁹. « De crédit » puisqu'aujourd'hui l'essentiel de l'allocation d'un nouveau stock de monnaie se réalise par création monétaire *ex-nihilo* (MCLEAY & al. 2014). Cette monnaie une fois allouée dans un crédit d'habitation pour un ménage, un crédit pour le lancement d'une entreprise ou pour un chantier public circule ensuite dans l'économie pour enfin être détruite une fois que le remboursement a été effectué (bouclage financier). Ainsi que ce soit à travers le système bancaire privé ou via les banques centrales publique l'allocation d'un nouveau stock de monnaie revient à anticiper une richesse future (une maison, un projet productif ou un bien public) à laquelle on donne corps par l'allocation d'un médium universellement reconnu dans la société. On voit bien ici que dans la forme crédit toute la question de la valorisation ressurgit (puisque'on anticipe une richesse future, on valorise *à priori* ce « qu'est » la richesse, ce qui sera rentable ou utile pour la société) autant que la question du tissu de dette puisqu'accorder de la monnaie à un projet permet de l'inclure dans la réalité des relations humaines d'échange ou de solidarité. Or aujourd'hui la monnaie est aussi un actif financier puisqu'elle a un prix : l'allocation d'un nouveau stock de monnaie ou la circulation d'un stock existant est généralement adossée à un taux d'intérêt qui rémunère le prêteur (voir *infra*). Ceci renvoyant à la logique marchande de la monnaie et de l'accumulation du capital.

Ceci donne idée de l'importance de l'institution monétaire dans la société puisque par son truchement les hommes et les choses se mettent en mouvement : elle est le moteur de l'économie et un des moteurs de la société elle-même. Cela nous conduit au troisième état de la monnaie qui en est sa forme institutionnelle (THERET 2016a). C'est-à-dire à l'ensemble des règles politiquement instituées qui fixent l'émission et la circulation monétaire dans la société. La configuration de l'institution monétaire donne alors à voir du mode sur lequel la monnaie est distribuée et accessible pour les différentes entités sociales qui traversent la société.

Suite à ces présentations théoriques on voit en quoi la monnaie – ou en tout cas le processus d'allocation monétaire – peut s'analyser d'un point de vue politique. Premièrement puisque sa stabilité dépend en grande partie de règles institutionnalisées (THERET 2016a). Mais également parce que le mode sur lequel la monnaie se distribue ou se crée peut s'analyser par exemple en fonction des catégories du régime décisionnel qui conduit à la valorisation de

⁹ C'est pour cette raison que certains auteurs proposent la distinction entre monnaie (terme générique) et argent (forme de la monnaie en tant qu'elle s'accumule)

telle ou telle richesse future ou encore du degré de représentativité des décideurs de l'allocation monétaire par rapport à une population donnée. En ce qui nous concerne nous axerons cette réflexion sur la manière dont la puissance publique (l'Etat) accède à la monnaie afin de mettre en œuvre ses politiques publiques.

II. 4. La monnaie : une ressource nécessaire pour l'Etat

Ces considérations théoriques sur la monnaie nous conduisent à conceptualiser l'importance qu'elle constitue pour un Etat. En tant que medium des relations dans une société, et donc source de richesse, l'accès à la monnaie par l'Etat constitue une ressource économique lui permettant d'assurer la (re)production matérielle de ses fonctions souveraines (THERET 1992, pp.81-100). C'est-à-dire lui assure de reproduire le fonctionnement de ses structures politico-administratives (à travers par exemple le paiement du salaire des fonctionnaires) ou de réaliser des politiques publiques d'investissement ou de redistribution (RAMAUX 2012). En d'autres termes la monnaie permet à l'Etat d'assurer la mise en place et la durabilité des normes qui ont été établies dans la *cité* . Plus conceptuellement la monnaie est le moyen par lequel la légitimation et l'orientation des actions de l'Etat effectuée dans *la cité* trouvent leur effectivité pratique.

Cet accès à la monnaie pour l'Etat est selon Bruno Théret (2016b) historiquement de trois ordres. Le premier est celui de l'impôt constituant un prélèvement fiscal direct sur la richesse produite dans la sphère économique. L'impôt constitue en outre la contrepartie à la protection de l'Etat que ce soit de manière purement régaliennne comme dans l'Ancien Régime¹⁰ ou, plus récemment, sous la forme de la protection sociale et juridique des individus (BASLE 2012, p.111). Le deuxième est celui de la monnaie fiscale qui est « *émise via la dépense publique avec anticipation de son retour futur par la voie fiscale – tout autant que la monnaie bancaire – émise avec anticipation de son retour futur par la voie marchande.* » (THERET 2016b, p.4). C'est ici une opération de création monétaire directe qui, comme on l'a vu plus haut, est un moyen par lequel il est possible d'anticiper et de créer de la richesse. L'émission

¹⁰ Voir Théret 1992

monétaire publique est alors un moyen pour l'Etat de disposer immédiatement des ressources économiques qu'il n'obtient pas par l'impôt afin d'étendre son action publique. Le troisième est enfin celui de l'emprunt, où l'Etat s'endette envers des épargnants privés en mobilisant sur une base volontaire une épargne préexistante¹¹. *« Ces ressources sont à la fois complémentaires et substituables. Selon les régimes fisco-financiers, qui eux-mêmes reflètent divers compromis stabilisant les rapports de forces entre groupes sociaux, leur assemblage peut être historiquement très variable »*. (THERET 2016b)

Ainsi la monnaie qui circule aujourd'hui dans nos sociétés porte en elle une ambivalence fondatrice : celle à la fois d'être le support des relations d'échanges et d'accumulations privés dans l'économie tout en étant le support d'un circuit de financement public qui n'est autre que la courroie de transmission de la régulation collective de la société (COUPPEY-SOUBEYRAN 2015, p99-101). Ainsi la relation que la monnaie médiatise procède d'une relation privée d'échange – surplombée par le contrat privé - mais aussi d'une relation publique des individus au tout collectif que représente l'Etat. Dans le cadre du circuit public de financement, la monnaie assure la relation du citoyen à l'Etat, faisant du contribuable à la fois l'obligé de l'Etat dans l'impôt mais aussi son créancier dans la contrepartie redistributive de l'Etat, dont les finalités se discutent *in fine* dans les institutions démocratiques. (DUTRAIVE & al. ; BASLE 2012)

Cette centralité de la monnaie autant pour les relations économiques que pour l'Etat nous conduit à nous intéresser à la forme institutionnelle contemporaine que prend la monnaie à l'heure de la financiarisation.

II. 5. Le financement de l'Etat français à l'heure de la financiarisation

Cet ensemble théorique sur le fait monétaire nous permet d'enclencher une réflexion sur la manière dont aujourd'hui l'Etat français accède à la monnaie pour financer son action publique. Ce qui fait l'intérêt de notre sujet prend alors toute sa place puisqu'il apparaît qu'aujourd'hui, au sein de la zone euro, l'allocation monétaire est du ressort « quasi-exclusif »

¹¹ Même si nous verrons que l'endettement de l'Etat auprès des banques privées peut aussi se faire par un mécanisme de création monétaire.

du secteur bancaire privé et des marchés financiers. En effet sous le double coup d'une législation nationale et européenne qui prend ses racines dans les années 60 l'Etat français a vu ses prérogatives en termes d'émission monétaire et de circuit public de financement lui être retirés. Corrélié au processus mondial de financiarisation de l'économie, c'est alors simultanément les banques privées et les marchés financiers qui sont les dépositaires institutionnels de l'allocation monétaire dans l'économie. Cet état de fait renverse la table d'un Etat étant traditionnellement en position hiérarchiquement supérieure vis-à-vis du système financier privé. En dernière analyse cette nouvelle configuration institutionnelle place les acteurs de la finance privé en position de détermination des actions de l'Etat, pouvant potentiellement entrer en contradiction avec les choix posés dans la *cit*é.

La configuration institutionnelle de l'euro donne aujourd'hui une place prééminente au secteur bancaire privé et aux marchés financiers dans l'allocation monétaire à l'économie et aux Etats. Si la banque centrale européenne est en dernier ressort la dépositaire de la stabilité financière de la zone euro, elle n'oriente pas le crédit de l'économie de manière directe (COUPPEY-SOUBEYRAN 2015, p.222). Les outils de la politique monétaire de la BCE sont essentiellement des outils de contrôle indirect notamment sur le volume de refinancement des banques ou encore à travers les taux directeurs (*ibid*, p.223). *In fine* ce sont les marchés et les banques qui de manière quasi indépendante fixent le coût et décide « à qui et dans quoi » seront alloués les crédits et/ou la liquidité¹². La politique récente de *quantitative easing* de la BCE rappelle qu'en dernière analyse c'est toujours via les acteurs de la finance privée que s'opèrent les politiques monétaires (BUISINE et al. 2016, p.126). Dans cette configuration de l'institution monétaire les Etats ne disposent plus des prérogatives en termes de création monétaire qu'il disposait au lendemain de la seconde guerre mondiale. Cette réalité induit que dorénavant, les Etats doivent se soustraire à l'épreuve du marché pour accéder à des financements qu'ils ne peuvent disposer par l'impôt (CORIAT 2006, p.77).

En effet, au lendemain de la seconde guerre mondiale le programme du conseil national de la résistance dote l'Etat français d'un mécanisme de financement du déficit¹³ qui rendait alors

¹² Il faut cependant noter que la concurrence des institutions bancaires fixe des limites à ce pouvoir discrétionnaire. Néanmoins comme le fait remarqué Couppey-Soubeyran (2015, p.156) le phénomène de concentration bancaire à l'œuvre ces dernières décennies tendrait à amoindrir cet effet.

¹³ Le financement sur le marché dont nous allons parler au cours de ces pages concerne le déficit budgétaire de l'Etat : c'est-à-dire l'ensemble des ressources dont l'Etat ne dispose pas par l'impôt. Ce qui sera avancé dans cette partie peut être contre argumenté par le fait que l'Etat reste souverain dans le prélèvement de l'impôt, il

secondaire le recours à l'emprunt privé. Ce mécanisme, nommé « Circuit du Trésor », était appuyé sur un réseau d'entités publiques dont le Trésor national pouvait disposer de la trésorerie (BASLE 2012 ; LEMOINE 2016). *« Quand il « s'endette », le Trésor le fait avant tout en collectant les ressources de son propre réseau de déposants et d'épargnants – les « correspondants du Trésor » - constitué de particuliers mais aussi d'institutions bancaires qui ont l'obligation de déposer leur trésorerie sur le compte du Trésor à la Banque de France. Le Trésor reçoit les sommes que ses correspondants déposent et assure le règlement de leurs dépenses pour leur compte et sur leur ordre. Mais ces flux agrégés fonctionnent aussi comme des « ressources spontanées » pour le Trésor qui les centralise de façon passive »* (LEMOINE 2016, pp.48-49). De plus l'ensemble du système bancaire était soumis à un mécanisme d'emprunt forcé, « les bons planchés », dont l'Etat fixait souverainement les taux d'intérêts. Ce mécanisme agissait comme la contrepartie du système bancaire à la licence accordée par l'Etat, ainsi que comme un moyen pour la puissance publique d'encadrer les activités de crédit (LEMOINE 2016, pp. 53-55 et p.71). Enfin, la Banque de France était, à titre exceptionnel et sous contrôle législatif, disposée à faire des avances au Trésor par le biais de la création monétaire directe. En pleine reconstruction, l'État français dispose alors d'un panel varié d'outils de financement, tous soumis à un contrôle législatif strict et donc dépendant en dernière analyse du jeu démocratique représentatif¹⁴.

Dès les années 60 la tendance s'inverse et peu à peu, l'ensemble de ces mécanismes vont être remis en cause et déconstruits autant par la législation nationale qu'européenne¹⁵. En effet on assiste en France dans ces années, à la mise en place progressive d'un processus de financiarisation de l'économie ainsi que du financement de l'Etat¹⁶. Par processus de

lui suffirait alors de prélever plus d'impôt pour éviter le recours au marché. Mais, comme nous le verrons, la réalité financière contemporaine de l'Etat pose quelques limites au pouvoir fiscal de l'Etat (voir *infra*.)

¹⁴ « Ces mécanismes ne sont donc pas uniquement justifiés par l'urgence de la reconstruction, ils sont aussi les véhicules d'une certaine rapport politique à l'économie. Ils sont mus par une philosophie de l'intérêt général visant la répartition optimale des crédits à l'économie, dont la puissance publique se sent responsable. » (LEMOINE 2016, p.52)

¹⁵ C'est probablement la lutte contre l'inflation et la volonté de voir l'Etat se retirer de la sphère économique qui ont motivé ces législations. Sous l'influence de la théorie monétariste, l'intervention de l'Etat à travers ces mécanismes de financement publics était vu comme une « répression » du milieu bancaire et des épargnants privés (LEMOINE 2016) à travers un effet d'éviction. Il faut rappeler à ce titre que durant la période où ces outils étaient utilisés par l'Etat l'inflation est restée stable (THERET 2016a) et que la dépense publique et privée sont complémentaires et non-antinomiques (BASLE 2012 ; RAMAUX 2012).

¹⁶ Benjamin CORIAT (2006), caractérise le tournant de la financiarisation en France par des facteurs internes que sont les vagues de privatisations d'entreprise publique et par l'entrée des fonds de pension américain dans le capital de nombreuses entreprises privées (p.94) ; ainsi que par des facteurs externes dont l'Acte Unique

financiarisation il faut entendre l'intermédiation progressive des circuits de financements (privé ou public) par des acteurs issus des marchés financiers. Ce processus, dont l'impulsion provient des USA (FASTENRATH & al. 2016, pp.14-15), a ainsi développé, au niveau mondial et national, un ensemble de marchés de capitaux¹⁷ jugé à l'époque comme efficient dans l'allocation des ressources à l'économie.

Les bons planchers sont abandonnés définitivement en 1967, le circuit du Trésor démantelé et la possibilité pour la Banque de France de faire des avances au Trésor se trouve interdite notamment par les Traités européens. Désormais pour assurer le financement de ses déficits (de trésorerie ou structurels) l'État doit recourir à l'emprunt sur les marchés obligataires. Alors que l'État était hiérarchiquement en position dominante vis-à-vis du secteur financier, ces transformations du circuit de financement font advenir un Etat emprunteur, qui n'a d'autre solution pour accéder au financement de son déficit que de recourir aux marchés, subissant par-là les effets de l'offre et de la demande et donc un coût renchérit de son accès à la monnaie. L'introduction du mécanisme de l'adjudication en 1963 fait subir à l'Etat un coût renchérit de la monnaie, alors qu'il en disposait à moindre coût à l'époque du circuit du Trésor et des bons planchés. (LEMOINE 2016 p.71 ; BUISINE et al., p.46)

La conséquence de long terme de cette mise de l'Etat sur le marché a été l'explosion des dettes publiques au niveau européen, et notamment au niveau de la zone euro (COCCIA 2016), induisant un surcoût budgétaire de taille (BUISINE et al. 2016, p.46 ; HERCELIN 2017). La financiarisation des outils de financements publics est d'ailleurs fortement corrélée à de hauts niveaux d'endettement public (FASTENRATH & al. 2016). L'Etat français n'est pas exempt de cette réalité, qui s'explique principalement par la consolidation de la dette de court terme en dette de long terme et par les effets de « roulement de la dette » et « d'effet boule de neige ». (THERET 2016 ; BASLE 2004, p.89, HERCELIN 2017, BUISINE et al. p.44) Ainsi sous le double coup d'une législation contraignante et d'effet macroéconomique d'entraînement, l'Etat français accuse d'une dépendance structurelle aux marchés. Sans eux, il serait impossible d'honorer les engagements de dette passée (effet « roulement de la dette ») voir d'assurer le

européen de 1986 constitue le point d'orgue, et qu'il qualifie de « *Financial Act* » puisqu'il enclenchera notamment la libre circulation des capitaux au sein de l'espace européen.

¹⁷ Pour la France, l'établissement de ces marchés atteint un point crucial dans les années 80 avec l'introduction du « *French derivative market* » et du « *market bond* », (CORIAT 2004, p.71)

paiement des intérêts¹⁸. Loin d'une simple possibilité adjacente de financement ouvert à l'Etat, le recours aux marchés est devenu une réalité structurelle – voir vitale - que les configurations institutionnelles nationales et européennes ont entériné quasi-constitutionnellement (LORDON 2014, pp.23-44)¹⁹.

Mais cette nouvelle réalité du circuit de financement public implique également des conséquences en termes de gouvernance ou de détermination des politiques publiques. En effet, « *le crédit de l'Etat est désormais à la merci des jugements et évaluations des détenteurs d'épargne et prêteurs de toute nature (entreprises, assurance-vie, banques, institutions publiques), des agences de notation et des analystes financiers. Devenus des emprunteurs parmi d'autres, les Etats ont un souci permanent : leurs valeur financières* ». (LEMOINE 2016, p.155) Avec le phénomène d'adjudication, lorsque l'Etat désire émettre de la dette afin de financer diverses opérations il est soumis aux évaluations du marché – et des experts de l'évaluation financière – qui vont entreprendre de « mettre un prix » sur la valeur financière de l'Etat lors des séances d'enchères (cf. annexe explicative). Cette opération de *pricing*

¹⁸ Pour le détail de la dépendance structurelle des finances publiques au financement de marché se référer à l'annexe analytique de ce travail.

¹⁹ En effet les Etats de l'Union ont entérinés dans leurs traités l'interdiction pour la Banque Centrale Européenne et les banques centrales nationales d'accorder un découvert ou toute sorte de crédit aux institutions publiques nationales ou supranationales de l'Union (article 123 du TFUE). De plus l'article 124 TFUE interdit « *d'autre part l'accès privilégié aux institutions financière qui caractérisait le « Circuit du Trésor* » » (BUSINE et al. 2016, p54). Ces deux articles contraignent ainsi les Etats membres à financer exclusivement leurs déficits budgétaires sur les marchés.

A cela il faut ajouter l'ensemble des pactes budgétaires qui limitent les marges de manœuvre publique en termes de relance par le budget. Le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG) pose le principe de la discipline budgétaire en interdisant implicitement tout déficit budgétaire à son article 3-a. En dehors de ces balises de déficit structurel et de niveau de dette publique arbitrairement fixées par l'Objectif de Moyen Terme et par le Pacte sur la Stabilité et la Croissance, les Etats sont contraint à une réduction « forcée » des déficits et, indirectement, à des réformes d'ajustement structurel (baisse des dépenses et réformes notamment du marché du travail). D'une certaine manière c'est toute la politique économique de l'Union qui est cadrée par des objectifs de rigueur budgétaire qui élimine toutes politiques de la relance par la dépense ou de réduction de la dette par la monétisation.

Ces mécanismes « *se heurte à un autre obstacle important qui réside dans la déconnexion entre la politique monétaire et budgétaire. D'un côté la BCE peut mener une politique monétaire non-conventionnelle (bien que sérieusement limitée par l'impossibilité pour elle de racheter des titres d'Etat sur le marché primaire, ce qui suppose de recourir à l'intermédiaire du marché financier pour financer la relance), mais de l'autre côté les Etats n'ont pas la capacité, en raison des contraintes du PSC, d'appuyer cette politique monétaire par des mesures budgétaires suffisantes.* » (BUSINE et al. 2016, p116)

En d'autres termes, la dépendance structurelle aux marchés est consolidée par les Traités européens qui au nom de la « cohérence macroéconomique de l'euro » rigidifient les possibilités de relance économique (ou de réduction des dettes publiques) par le budget ou par une monétisation directe des dettes par la BCE. Le marché est ainsi posé en position d'intermédiaire ultime de la relance et de l'allocation monétaire à l'économie.

repose en grande partie sur l'appréciation qu'ont les acteurs de marché sur la « volonté de l'Etat d'honorer sa dette » (FOURCADE 2016, p107).

Mais la mesure de l'Etat par les marchés emporte également une toute autre série de variables - autant quantitatives que qualitatives – que l'on retrouve dans le « *rating* » des agences de notations²⁰ qui à de nombreux égards s'avère être « *une affaire d'opinion* » objectivée dans une note, sur la viabilité des politiques publiques et des institutions de l'Etat endetté. (FOURCADE 2016, p111).

Ainsi le mécanisme contemporain par lequel l'Etat français et les états de la zone euro accèdent à la monnaie pour financer leurs déficits est tout entier pris dans un processus de valorisation de l'Etat, de ses politiques publiques et de son design institutionnel (FOURCADE 2016, p.112). La fixation du taux d'intérêt sur le marché primaire de la dette souveraine – reflétant les cours du marché secondaire - est le processus par lequel le marché institue la valeur de l'Etat et, dans un deuxième temps, avec lequel l'Etat doit composer préventivement ou en conséquence²¹.

Pour résumer, le processus de financiarisation du financement de l'Etat impulsé dès les années 60 en France a abouti à une situation de dépendance structurelle de l'Etat au financement de marché²². Le mode de l'allocation monétaire des marchés à l'Etat induit que le coût auquel l'Etat emprunte est *a priori* déterminé par les jugements des marchés – et des experts financiers – sur la viabilité des politiques publiques par rapport aux critères particuliers du marché. Ainsi, c'est la concrétisation des choix posés dans la cité qui se retrouve confrontée aux jugements de « la finance ».

²⁰ On doit aux accords internationaux de Bâle III, et donc aux Etats eux-mêmes, l'institutionnalisation des Agences de notations

²¹ A ce titre l'Agence France Trésor un service à compétence nationale placé sous l'autorité du directeur général du Trésor qui a pour mission de gérer la dette de l'Etat agit en vue d'une minimisation du coût de l'emprunt pour l'Etat en étant « à l'écoute des attentes des investisseurs » (BUISINE et al. 2016, p.62)

²² S'il est vrai que l'Etat reste encore souverain dans le prélèvement fiscal, et qu'il tire la majorité de ses ressources de la fiscalité la réalité du marché est prégnante. Confère annexe.

III. Affinement théorique : *concurrence entre la détermination du peuple et celle du marché ?*

Pris conjointement, le processus de médiation de l'accès à la monnaie par les marchés financiers et le processus représentatif de légitimation nous offrent un cadre théorique où il est possible de penser les interactions, voir les contradictions, entre deux modes simultanés de détermination et d'orientation de l'action publique – voir de la composition de l'Etat lui-même.

Dans ce cadre l'Etat français est ainsi pris entre deux canaux de détermination de ses politiques publiques. D'une part, le canal de la représentation politique que nous avons présenté comme le processus indirect de détermination des politiques publiques à travers l'élection de représentant qui agit comme un processus de valorisation (un jugement) sur l'idée du bien commun par l'entremise de la compétition électorale. D'autre part, celui déterminé par l'accès à la monnaie – sans lequel les politiques publiques n'auraient d'existence dans une économie monétisée – qui est, dans l'espace européen, adossée à un processus de valorisation *a priori* de l'Etat et de ses politiques publiques par les marchés.

Cela nous conduit à nous poser la question suivante : ***La détermination politique effectuée par les acteurs des marchés financiers concurrence-t-elle celle effectuée par la communauté politique souveraine de l'Etat ?***

Cette question a déjà animé plusieurs recherches dans le domaine. On retiendra par exemple Benjamin Lemoine qui termine les dernières pages de « *L'ordre de la dette* » en se demandant « *auprès de qui l'Etat se sent-il le plus obligé ?* » (2016). Il pointe ainsi du doigt une opposition entre « *les bénéficiaires de la dépense sociale [...] et la classe des épargnants, détenteurs de patrimoine privé placé en titre financiers d'Etat [...]* » (LEMOINE 2016, pp.282-284), recoupant une opposition entre la dette sociale et la dette privée de l'Etat. Wolfgang Streeck emprunte la même pente qui dans son ouvrage « *Du temps acheté* » (2014) et voit dans la hausse des dettes publiques le témoignage de l'augmentation de la taille du secteur financier dans la société et d'une crise de la démocratie n'ayant pas réussi à faire contribuer les couches aisées à l'impôt (*common pool*) (pp.80-83). Selon lui le contrôle du marché sur l'Etat vient se

surajouter (« *second constituency* ») au contrôle exercé par les citoyens (p.117). Finalement il propose de concevoir une nouvelle phase du « *capitalisme démocratique* » où s'opposeraient deux blocs générateurs de revendications : le peuple naturel de l'Etat réclamant un Etat social et les « gens du marchés » réclamant moins d'Etat social (tout en demandant sa protection) tout en « *influençant dorénavant directement l'Etat à travers son financement* » (p.124). Enfin on peut également ressortir les mêmes pressentiments dans le travail de Bruno Thérêt (2013) qui analyse la crise de l'euro comme l'incapacité des institutions européennes à faire correspondre les aspirations démocratiques des peuples européens à une institution monétaire déterminée exclusivement par le secteur financier. Idée que l'on retrouve dans les récents travaux de Frédéric Lordon (2014) qui lui centre son propos sur la « *soustraction européenne de la souveraineté* » que provoquent des institutions rigides sur les questions monétaires et budgétaires ne laissant plus la place au jeu démocratique de déterminer le destin économique des sociétés européennes.

Le présent travail s'inscrit clairement dans cette dynamique déjà amorcée. Notre propos est de se centrer sur « l'institution du marché » en la considérant perméable à des analyses qui vaudraient pour des institutions politiques : nous prenons le pari que derrière des dynamiques qui nous apparaissent au quotidien de manière purement comptable se jouent des réalités politiques propres, qu'il est possible d'étudier par la loupe des sciences politiques.

IV. Cadre d'analyse : *caractériser le marché selon des catégories des sciences politiques*

Pour nous aider à répondre à cette problématique nous décidons de nous doter d'un cadre d'analyse qui puisse nous permettre de délimiter les zones/champs où pourrait se constituer une concurrence entre le corps politique souverain et les acteurs de marché.

Dans son ouvrage « *Democratic Innovations* » Graham Smith (2009) propose un cadre d'analyse qui « *permet une comparaison d'innovations basée sur la manière et l'étendue auxquelles ces innovations répondent aux qualités désirables ou bonnes que nous attendons d'institutions démocratiques* »²³. Smith présente alors quatre catégories à l'aune desquelles il est possible d'analyser une institution démocratique. Ces catégories ont attiré à la question de l'inclusion (« qui participe aux décisions ? »), du contrôle populaire (« est-ce que les décisions sont contraignantes dans la mise en place des politiques publiques ? »), du jugement réfléchi (« de quelle manière se forme le jugement des acteurs ? ») et enfin de la transparence (« comment les acteurs externes ont-ils connaissance des actions des participants ? »)²⁴.

Ce cadre d'analyse s'appliquant à des institutions démocratiques alternatives ou complémentaires il est difficile de l'appliquer *stricto sensu* à la détermination qu'effectue « l'institution du marché ». En effet de prime abord le marché n'est pas pensé – ou n'est pas voué – à constituer un mode de prise de décision ou d'influence de l'Etat alternatif vis-à-vis de l'institution démocratique dominante²⁵. Les innovations démocratiques – au sens que Smith veut donner à son cadre d'analyse – sont circonscrites à des modes de prises de décisions intégrant de manière innovante à des enjeux politiques la participation de citoyens habituellement étrangers à leurs déterminations.

²³ « *Our approach in this book is to develop an analytical framework that allows for comparison of innovations based on the manner and extent to which they realize desirable qualities or goods that we expect of democratic institutions* » p.12

²⁴ Ces quatre premières catégories correspondent pour Smith aux « *democratic goods* ». A cela il ajoute les catégories d'efficacité et de transférabilité, qui correspondent aux « *additionnal institutional goods* ». Nous ne les retenons pas dans ce travail pour les raisons logiques qui apparaîtront plus loin.

²⁵ Quoiqu'à de nombreux égards on pourrait se demander si certaines théories économiques du marché – celles du marché efficient – n'en viendrait pas à poser le marché libre et autorégulé comme principe ultime de justice.

Néanmoins les catégories proposées par Smith peuvent nous inspirer pour constituer un cadre d'analyse qui rende compte de la dynamique propre à la détermination de l'Etat par marché – indéniablement lié à un processus de prise de décision. En suivant notre cadre théorique, le marché²⁶ – du moins obligataire – est aujourd'hui en prise directe avec la détermination de l'agir étatique en ce qu'il détermine le degré auquel celui-ci accède aux ressources afin de financer son action publique. De fait, si l'action du marché n'a pas vocation première à participer aux décisions de l'Etat, il semblerait y prendre part indirectement dans le cadre de l'institution monétaire contemporaine dans l'Union Européenne. En acceptant de voir le marché de la sorte, on pourrait alors l'étudier avec les catégories d'analyses proposées par Smith tant celles-ci permettent de s'interroger sur les enjeux d'une institution où se joue des processus décisionnels potentiellement contraignant pour l'Etat.

Dans le même temps, il semble non moins justifié d'appliquer des catégories d'analyses qui entendent tester le degré démocratique d'une institution quand celle que nous prétendons analyser est liée à l'agir étatique. C'est ici d'un courant plus large de l'étude de la démocratie que nous nous inspirons (FERRERAS 2012). On en revient aux préoccupations qui ont introduit ce travail. C'est-à-dire celles qui affirmaient la possibilité d'appliquer des catégories d'analyses, *a priori* réservées à la sphère politique à des entités qui y sont *a priori* extérieures.

Dans cet état d'esprit les catégories d'inclusion, de contrôle populaire, de jugement réfléchi et de transparence peuvent être transposées de sorte à ce qu'elles offrent un cadre d'analyse plus pertinent pour « l'acteur marché » tout en restant fidèle aux principes de base proposé par Smith. C'est à partir de cette transcription – ou plutôt de cette adaptation – des catégories de Smith que se dégagent les hypothèses du présent travail.

La catégorie de l'inclusion prête à notre sens à une interrogation large de la circonscription d'une communauté décisionnelle ou d'un corps politique. Pour ce qui est du processus de la démocratie représentative ce corps politique, le *demos*, correspond à la population nationale en âge de voter. ***Pour le marché, nous proposons l'hypothèse que le « demos » marché est circonscrit aux acteurs ayant la capacité capitalistique suffisante pour pouvoir participer aux actions de marchés.***

²⁶ Nous traiterons dans ce travail uniquement du marché obligataire. C'est-à-dire celui où se négocie, s'achète et se vend les titres de dette de l'Etat. Pour simplifier l'écriture quand nous parlerons du marché, nous induisons le marché obligataire.

La catégorie du contrôle populaire en appelle quant à elle à la question de la force contraignante de la communauté décisionnelle sur l'Etat. C'est en d'autres termes la question du levier concret que détient la communauté politique sur la mise en place des actions étatiques. Pour ce qui est du processus de la représentation, nous l'avons explicité lors du cadre théorique de ce travail. Ce contrôle populaire reste indirect et sporadique. En ce qui concerne le marché, cette catégorie nous permet de formuler l'hypothèse que ***le marché en tant que détenteur du quasi-monopole de l'allocation monétaire détient un levier contraignant sur le coût du financement de l'action publique, et donc sur l'application des politiques publiques.***

Vient ensuite la catégorie du jugement réfléchi. Celle-ci est à notre sens un moyen de questionner la modalité de la formation du jugement étant à la base de la prise de décision. Plus généralement nous pensons que cette question du « jugement réfléchi » peut également nous permettre de faire un détour par la question du motif de l'action ou, dit autrement, de la motivation à partir de laquelle se déploie l'action des acteurs. Dans un sens comme dans l'autre, la modalité autant que le motif à la base du jugement précédant l'action nous donne à voir la manière dont la décision s'opère. Ainsi pour le processus représentatif, la formation du jugement politique couvre un spectre assez large qui théoriquement laisse une large place à la délibération entre les acteurs. Pour le marché, l'hypothèse qui nous guide est celle que ***les acteurs qui s'y meuvent ne forment leurs jugements qu'en rapport avec la nécessité d'une rentabilité de leur capital investi et réalisent leurs actions de manière non-coopératives.***

Enfin c'est à la catégorie de la transparence qu'il faut prêter attention. C'est ici selon Smith la question de la manière et du degré dont les acteurs externes aux processus de l'institution accèdent à la publicité de ses actions. A partir de cette catégorie nous pouvons ainsi poser une double question qui est celle de la manière dont les actions de marché débordent la sphère financière pour se déployer ailleurs, ainsi que la manière dont les non-participants y accèdent. Nous formulons l'hypothèse générale que ***la communauté politique de l'Etat (la communauté électorale) et le marché ne sont pas cloisonnés dans leurs sphères respectives d'action, mais qu'au contraire ils s'inter-influencent.***

En résumé l'utilité de ce cadre théorique est qu'il permet de se pencher sur les caractéristiques de « l'institution marché » dans son rapport à l'Etat tout en permettant une comparaison avec celles du *demos* au cœur de « l'institution de la représentation politique ». La démarche

entreprise ici consiste donc à offrir une perspective analytique sur un acteur des politiques publiques à partir d'une catégorisation *a priori* destinée à des innovations démocratiques. Cette démarche ne préjuge en rien d'un projet normatif de « juger » le marché mais plutôt offre une perspective réflexive sur les enjeux de la détermination du marché, à travers une comparaison avec le mode « normal » de détermination de l'Etat.

V. Prise empirique : *l'élection présidentielle française de 2017*

Le travail voulant révéler la dynamique de la détermination du marché dans son rapport à l'Etat et au *demos* « démocratique » nous axerons notre recherche sur les acteurs du marché. Afin de pouvoir nourrir un commencement de réponse à cette problématique, l'élection présidentielle française de 2017 constituera notre prise empirique. La problématique d'une concurrence dans la détermination de l'Etat peut en effet avoir de multiples ramifications et prendre corps dans différents instants de cycle de l'action publique de l'Etat.

L'avantage de tester nos interrogations lors d'un enjeu électoral est que celui-ci correspond au moment clé de la détermination de l'Etat. On peut considérer en quelque sorte que dans nos démocraties contemporaines l'élection de représentants – ici du président de la République - par le suffrage universel constitue le point de germination à partir duquel l'action publique tire sa légitimité ainsi que sa spécification. Par construction, la campagne électorale est le moment où se joue la confrontation et la concurrence des visions particulières quant à l'orientation à donner à l'action publique.

Or simultanément à ce processus politique de (re)détermination de l'action publique, les besoins de financements de l'Etat ainsi que l'évaluation de sa valeur financière par les marchés ne tarissent pas. L'émission de dette pour financer les besoins de ressources de l'Etat se déroulant de manière régulière et continue, le moment électoral est aussi un moment où se déroule la valorisation de l'Etat par les marchés. Nous avons donc ici un rare moment de processus simultané de détermination de l'action de l'Etat par le *demos* ainsi que par le marché. Cette simultanéité de la détermination de l'Etat (ou du futur Etat) semble être un terrain pertinent pour questionner une concurrence entre la communauté décisionnelle de la démocratie représentative et celle du marché. Nous pensons que c'est justement dans un moment où les deux sont actifs que les points de saillance sur cette question surgiront.

Etant donné le potentiel de revirement du cadre de l'action publique que porte le processus électif ainsi que, corolairement, le potentiel contraignant du processus d'emprunt obligataire, il paraît fort probable que l'élection présidentielle soit un moment de confrontation, de dévoilement de l'interdépendance entre ces deux modes de détermination. Autant pour l'un dans sa prise en compte de la variable « risque politique » dans son action d'investissement, que pour l'autre, dans la perspective de voir ses souhaits politiques « *pricé* » négativement.

L'étude « des enjeux de marché » au cours des événements électoraux nous donnerait ainsi à voir de la manière dont s'opèrerait une éventuelle concurrence des déterminations, d'attester de sa réalité et d'en conceptualiser les enjeux selon notre cadre d'analyse.

VI. Cadre méthodologique : *sonder les (dis)cours du marché lors des élections présidentielles en France*

Comme nous l'avons déjà discuté plus haut l'élection présidentielle porte en elle la potentialité d'un changement de cadre des politiques publiques ou la proposition d'un élan de politiques publiques nouvelles. Autant de variables qui peuvent contraindre le cadre dans lequel les acteurs de la finance se meuvent.

Bref c'est la raison qui nous conduit à affirmer qu'il existe un **risque politique** pour les marchés, et que celui-ci est plus ou moins appréhendé par les acteurs du marché. En se penchant sur les réactions du marché pendant la phase électorale nous serons donc en mesure de tester nos hypothèses et de répondre à notre problématique.

Les données à partir desquelles nous entendons réaliser cela se divise en plusieurs catégories. Premièrement nous allons tirer l'ensemble des données quantitatives de marché qui correspondent à la période électorale – période électorale que nous avons arbitrairement fixé comme allant du 2 février au 9 mai 2017²⁷. Nous avons également élargi la temporalité de la collecte de données afin de pouvoir apprécier les variations sur un temps plus long. Ces données quantitatives de marché se recoupent en deux catégories (interdépendante) correspondant aux deux espaces du marché de la dette d'Etat français.

Nous avons ainsi à tirer des données du marché primaire de la dette que l'on appelle également le marché du neuf. C'est sur ce marché que se réalisent les adjudications des titres de la dette française entre le Trésor français et les Spécialistes Valeur Trésor (SVT) (cf. annexe explicative). Les données à collecter correspondent à l'évolution du « taux d'intérêt moyen pondéré » auquel se vend la dette lors des adjudications – c'est-à-dire le coût réel de l'emprunt pour l'Etat.

²⁷ Cette période électorale concerne la campagne ainsi que le vote. Le début officiel de la campagne présidentielle est daté du 9 avril 2017. C'est à partir de cette date que l'ensemble des candidats à la présidence de la république dispose d'un temps de parole égal dans l'ensemble des médias français (sources : Ministère de l'intérieur, Conseil constitutionnel, CSA). Néanmoins il s'avère que la campagne à proprement dites débute bien avant cette date formelle. La primaire de la droite et du centre date par exemple de novembre. La date du 2 février a été choisie parce qu'elle correspond à la date de début de la collecte donnée et que, dans le même temps, elle semble correspondre au commencement d'une prégnance (saillance) de la médiatisation des enjeux de la campagne.

Simultanément il faudra tirer des données quantitatives à partir du marché obligataire secondaire dit également marché de l'occasion. Ce marché fait se rencontrer l'ensemble des détenteurs des titres de dette française souhaitant en acheter ou en vendre. C'est sur ce marché, qui est actif quotidiennement, que la valeur de la dette française est évaluée au gré des opérations de ventes et d'achats. Les données principales sont : l'évolution du taux de rendement actuariel, du prix des obligations ou encore du *spread* avec l'Allemagne.

Ces indicateurs quantitatifs sur l'état du marché constitueront un premier indice de la manière dont le marché réagit aux élections. Aidé de la théorie nous pourrions déjà expliciter certains enjeux qui s'y rapportent. Néanmoins à la lecture d'une certaine littérature traitant de ces données économiques du marché (voir *infra*) nous nous rendons compte que le commentaire sur ces données est du ressort de l'interprétation subjective. Ainsi ce que nous pourrions interpréter de l'augmentation du *spread* entre la France et l'Allemagne, d'autres acteurs pourraient l'interpréter autrement. Si nous nous essayons à commenter ces données quantitatives du point de vue de notre bagage théorique, il n'en demeure pas moins que c'est bien auprès des parties prenantes aux activités de marché qu'il faut aller chercher des réponses – ou du moins des informations sur leurs points de vue sur la réalité (OLIVIER DE SARDAN 2008).

C'est là tout l'avantage de compléter les ressources quantitatives par un ensemble de données qualitatives qui viendraient donner un sens à des données forcément interprétables en fonction de telle ou telle subjectivité. Notre pari est celui de donner la parole aux parties prenantes du marché, c'est-à-dire à ceux qui sont au cœur de la production des données de marché – ou qui vivent ces données. Leurs donner la parole – et les retranscrire – c'est permettre de dévoiler le sens que donnent les acteurs à leurs actions.

Ces données qualitatives seront tirées de sources éclectiques. Ceci pour deux raisons. Premièrement parce qu'étant donné le *timing* de la réalisation de cette recherche beaucoup d'acteurs ont été hermétiques à la réalisation d'entretiens. Que ce soit pour des raisons de confidentialités légales (le cas de l'Agence France Trésor) ou pour des raisons de confidentialités stratégiques pour les acteurs du marché (BUISINE et al. 2016, pp.109-110). Deuxièmement parce qu'il apparaît que « *l'éclectisme des sources a un grand avantage sur les enquêtes basées sur un seul type de données. Il permet de mieux tenir compte des multiples registres et stratifications du réel social que le chercheur veut investiguer. [...] Tout plaide [...]* »

pour prendre en compte des données qui soient de référence, de pertinence et de fiabilité variables, dont chacune permette d'appréhender des morceaux de réel de nature différente, et dont l'entrecroisement, la convergence et le recoupement valent garantie de plausibilité accrue. » (OLIVIER DE SARDAN 2008, pp.71-72)

La principale source à partir de laquelle nous allons tirer ces données est la presse financière spécialisée, principalement le « *Financial Times* » qui donnent quotidiennement la parole à des acteurs des marchés financiers. Nous y voyons ici le moyen de prélever le discours des acteurs sur le risque politique de l'élection française. A côté de cela, les entretiens nous fourniront un moyen – plus direct – d'accéder à la parole du marché. Il a été cependant assez difficile d'accéder aussi bien aux investisseurs – pour les raisons de « confidentialité stratégique » exprimée plus haut – qu'aux responsables de l'Agence France Trésor. Nous n'avons réussi à atteindre qu'un seul contact du milieu financier. Il s'agit de Raoul Salomon, *country manager* pour la banque d'investissement chez Barclays. Sa qualité de responsable de la Banque d'Investissement Barclays mais surtout son passé de « responsable marché primaire » auprès de l'AFT pour Barclays, s'est avéré être une ressource d'une grande pertinence pour notre travail.

Enfin nous tirerons d'autres données de la presse généraliste française (Le Monde, Le Figaro, Le Point et Le Parisien) afin de tester la diffusion de l'opinion du marché dans le débat public. Cette recherche non-exhaustive permettra néanmoins de donner une idée générale à cette problématique. Un bon nombre de données sont également tirées de rapports officiels d'institutions publiques comme la Banque de France, l'Agence France Trésor ou privées comme les agences de notations.

VII. Résultats : *élections présidentielles et risque politique pour le marché*

VII. 1. Des cours qui en disent long

Les premiers indices montrant que les acteurs financiers ne sont pas indifférents à l'élection présidentielle de 2017 se trouvent dans les « données brutes » du marché obligataire secondaire. C'est sur ce marché que s'échangent les titres d'obligations (*obligations assimilables du Trésor – OAT*) ou de bons du Trésor (*BTF*) de l'Etat français. L'une des particularités de l'émission de dette sur le marché est que le prêteur n'est pas obligé de conserver son titre dans son portefeuille – ou dans son bilan²⁸ - jusqu'à maturité (i.e. jusqu'à l'échéance de l'emprunt). C'est ce que l'on appelle dans le jargon : la liquidité de la dette. Ainsi le marché secondaire de la dette française est le lieu de rencontre entre les vendeurs de titre et des acheteurs.

« La dette française s'échange sur le marché secondaire et change donc de mains de jour en jour. Ces transactions sont importantes : 10 milliards par jour, 3600 milliards par an – chiffres à comparer à celui du stock, qui est de 1600 milliards. »²⁹

C'est donc sur ce marché que se détermine la valeur des titres déjà émis par l'Etat, au gré des opérations de ventes et d'achats. En règle générale pour qu'un titre soit vendu ou acheté cela suppose que vendeurs et acheteurs se retrouvent sur un prix qu'ils ont *à priori* fixé chacun de leur côté. Le prix d'une obligation et d'un bon du Trésor s'exprime quasiment toujours en pourcentage du nominal. Ainsi lorsque le prix d'une obligation baisse, le taux de rendement de l'obligation augmente : c'est l'effet balançoire (COUPPEY-SOUBEYRAN 2015, p.14). Cette logique peu intuitive peut se comprendre lorsque l'on comprend qu'un titre est, tout au long de sa vie, rémunéré à un taux d'intérêt fixe (le coupon) en pourcentage du volume émis originellement sur le marché primaire. Si le prix baisse par exemple de 100% à 95% du

²⁸ L'une des caractéristiques fondamentales du processus de financiarisation est la titrisation. En ce qui concerne les banques, lorsqu'elles accordaient un crédit, elle devait le préserver dans leurs bilans et en étaient garantes. Avec la titrisation, ces crédits peuvent être sortis des bilans pour être revendus. Ce passage du modèle *originate to hold* au modèle *originate to distribute* dilue le risque entre plusieurs acteurs financiers. (COUPPEY-SOUBEYRAN 2015, p148). Pour ce qui est des titres d'Etat français, la titrisation est au cœur du système puisque les OATs et les BTFs sont émis sous la forme de titre afin qu'il puisse être revendus.

²⁹ Anthony Requin, président de l'Agence France Trésor, cité dans BUISINE & al. 2016, p.104. « Selon M. Frédéric Germain, directeur des opérations d'Euroclear France, « *il transite entre 80 et 100 milliards d'euros par jour sur la dette d'Etat. Mais il faut faire attention avec ces chiffres : dans la même journée, une banque peut s'échanger dix ou cent fois les mêmes titres* ». » Ibid.

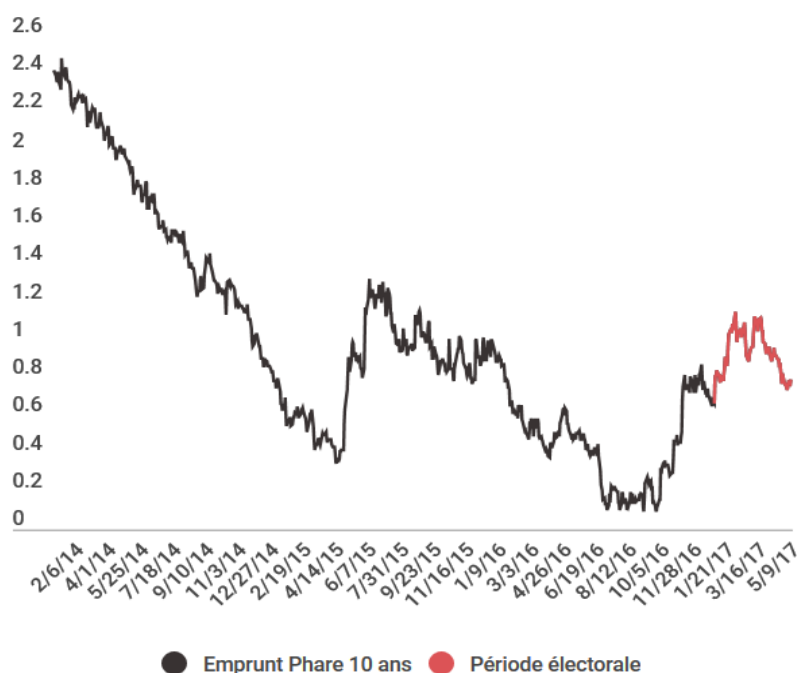
nominal, le titre quant à lui rémunère toujours annuellement au taux d'intérêt qui a été calculé sur la base 100. Ainsi quand le prix baisse c'est une plus-value pour l'acheteur qui obtient plus en achetant moins chère, et une moins-value pour le vendeur (cf. annexe explicative pour plus de détails). La variation du prix à la baisse d'une obligation peut s'expliquer par l'intégration dans le prix par l'acheteur de l'actualisation des flux financiers liés à l'échéancier d'une obligation³⁰, d'une prime de liquidité liée à l'augmentation des coûts de transaction, à l'augmentation des taux d'intérêt sur le marché primaire, à l'anticipation de l'inflation ou encore à une prime de risque liée au risque de défaut de l'emprunteur. Une élection politique peut potentiellement avoir une influence sur l'anticipation de l'ensemble de ces facteurs puisque l'issue de cette élection peut conduire à de nouvelles politiques publiques – notamment en ce qui concerne l'économie et plus largement la sphère financière (comme par exemple la hausse d'une taxe sur les transactions financières). De fait l'anticipation d'un risque politique lié aux résultats d'une élection se répercutera sur les titres de dette par une baisse de leur prix et augmentation de leur taux de rendement actuariel.

Le premier résultat obtenu en observant sur le temps long le cours de référence des emprunts d'Etat français – l'OAT 10 ans – est que le taux de rendement sur les titres a augmenté à l'approche des élections présidentielles. (*fig.1*)

³⁰ Les prix ont tendance à baissé à l'approche de la date de paiement des intérêts lorsque le *coupon couru* est intégré au prix du titre.

Taux indicatifs de l'OAT 10 ans

Du 28 janvier 2014 au 9 mai 2017



Taux de rendement obligataire en pourcentage du nominal
Source: Banque de France

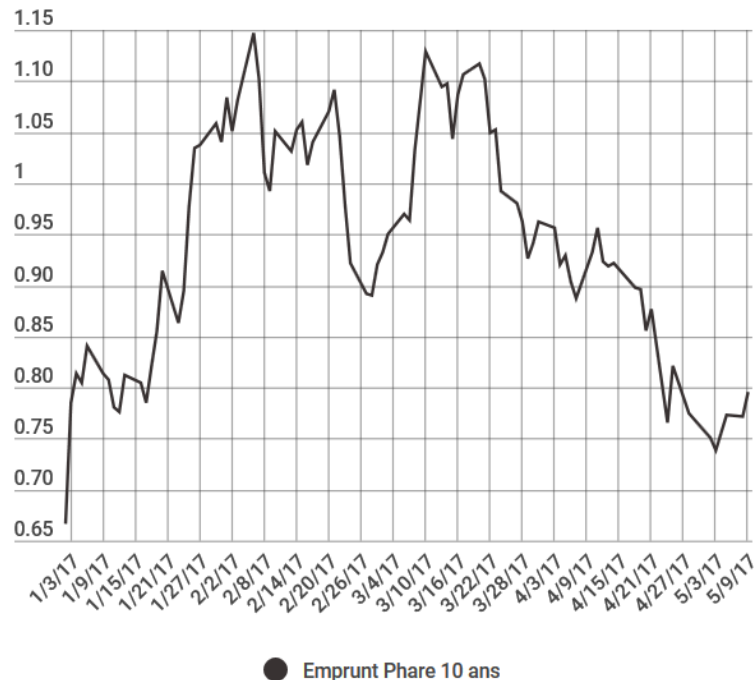
Figure 1

Le 28 septembre 2016 le taux indicatif de l'OAT 10 ans atteint son point le plus bas depuis 2014 à 0,093%. A l'approche des élections, le 4 octobre, les taux remontent jusqu'à atteindre, au cœur de la campagne électorale le 6 février 2017, les 1,147% du nominal, soit le plus haut niveau depuis novembre 2015 – et également la plus importante hausse depuis 2015 (+105,5 points de bases). De plus ces taux accusent d'une certaine volatilité puisqu'en pleine campagne électorale les taux passent de 1,147% le 6 février à 0.89% le 28 février, pour ensuite *reflirter* avec la valeur du 6 février. A noter qu'à l'approche du premier tour de l'élection, les taux semblent baisser et finissent par connaître leurs plus fortes descentes depuis janvier 2016. Ils continuent enfin dans cette lancée, passant de 1,095% le 13 mars 2017, à 0,7960% le 9 mai 2017 au lendemain du deuxième tour revenant au niveau de janvier (avant le début formel de la campagne électorale).

La figure suivante reprend le même indicateur mais uniquement pour la période électorale.

Taux indicatif OAT 10 ans

Du 3 janvier au 9 mai 2017



Taux de rendement obligataire en pourcentage du nominal
Source: Banque de France

Figure 2

Cette remontée des taux exprimerait un accord entre les investisseurs lors des opérations d'achat/vente sur une intégration d'une prime de risque au prix des obligations françaises. Ceci s'illustrant par une baisse des prix des obligations (figure 3).

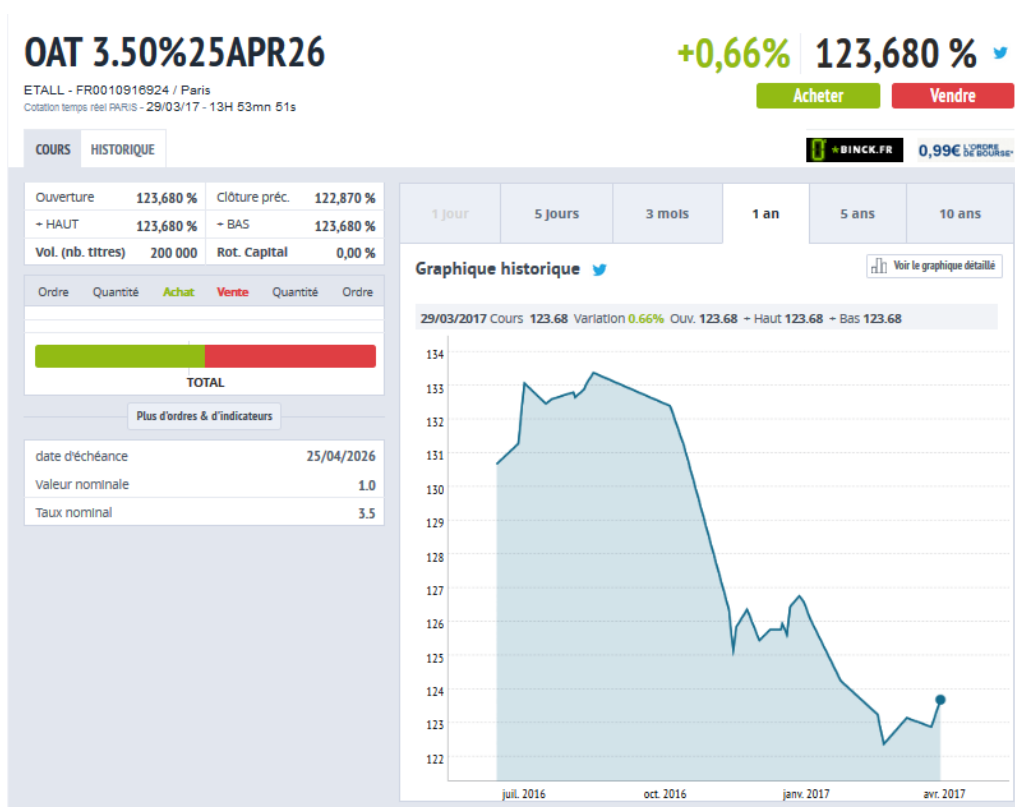


Figure 3

Si la baisse des prix ne correspond pas exactement aux variations des taux de marchés vu dans les figures 1 et 2, c'est parce que nous avons ici le cours d'une OAT parmi d'autres. Les taux indicatifs reprennent eux l'ensemble des variations pour des OAT semblables en maturités. Pour rappel : le prix d'une obligation varie en sens inverse du taux de rendement.

Source : investir.lesechos.fr

Cette tendance s'observe sur l'ensemble des maturités d'OAT ainsi que, dans une certaine mesure, sur les Bons du Trésor Français (BTF) – titres à court terme (cf. annexe).

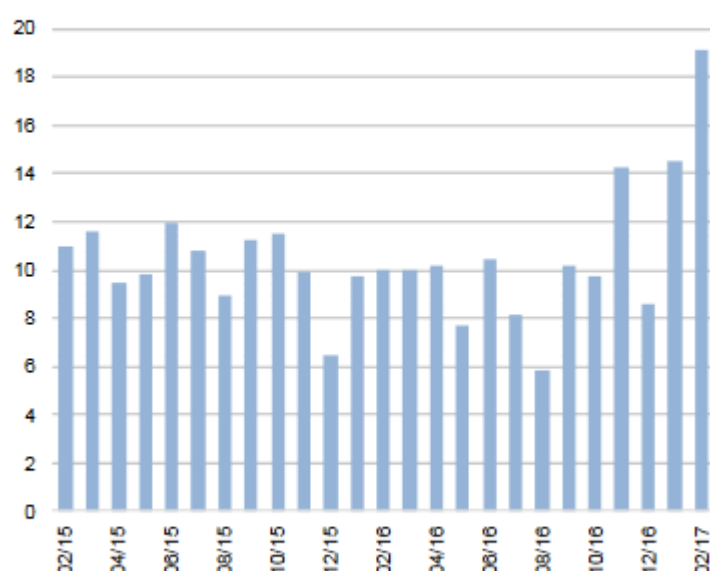
La sensibilité du marché secondaire aux élections présidentielle s'exprime également dans l'importance des volumes de titres échangés pendant la période électorale. Il est vrai que ce volume de transaction peut être imputé à un montant d'émission sur le marché primaire qui serait mécaniquement croissant. C'était l'avis de Raoul Salomon lors qu'on lui a demandé de commenter le niveau des transactions sur le marché secondaire :

« D'abord mine de rien le volume d'adjudication d'une année sur l'autre il a plutôt tendance à monter. Un petit peu hein. Donc ça veut que quand il y a une adjudication le Trésor il vend sa dette et les SVT on l'achète. Nous après on la revend, okay ? Donc après, déjà y a ce trend les adjus (sic) montent, le volume monte c'est mécanique. [...] Je ne suis pas convaincu, on a pas vu des masses de vendeurs délirants. » (Salomon)

Néanmoins les chiffres de l'Agence France Trésor ont tendance à montrer une forte activité sur le marché secondaire pendant les élections. La figure 4 montre clairement que le niveau des transactions est supérieur à la moyenne mensuelle des transactions constatées sur le marché par les SVTs sans preuve d'une augmentation mécanique.

Volume moyen des transactions quotidiennes sur les titres à moyen et long terme

En milliards d'euros



Source : déclarations des SVT, hors flux réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public du système européen de l'Eurosystème.

Figure 4

Source : Agence France Trésor, Bulletin Mensuel n°323, avril 2017

Cette indication se trouve confirmée par les commentaires de la presse financière, jugeant que l'évènement politique français était la cause de cette croissance des transactions :

"French bonds are being traded at volumes not seen since the eurozone crisis as the tumultuous presidential election race divides investors over whether France will deliver the world's next populist upset." (Financial Times – 17/02/17 – 2)

Un autre indicateur reflétant la perturbation provoquée par les présidentielles est l'écart de taux entre l'OAT française à 10 ans et le *Budesanleihe* à 10 ans, son équivalent allemand.

L'écart de taux, le *spread*, est une mesure qui permet aux investisseurs de mettre en rapport une obligation souveraine avec l'obligation souveraine de référence – jugée la moins risquée au sein de la zone euro³¹ – que représente le *Bunds*. Plus le taux de rendement de l'OAT française s'éloigne (positivement) du taux de référence allemand, plus il est synonyme d'une défiance croissante des investisseurs à son égard et d'un déport des investisseurs sur les obligations allemandes.

Comme le montre la figure 5 l'écart entre la France et l'Allemagne a progressé à la veille de la campagne électorale pour atteindre le point le plus haut depuis 2012 :

“The cost of government debt - the yield France pays on its bonds, known as obligations assimilables du trésor, or OATs - has generally been close to that of Germany, reflecting their status as being among the safest of sovereign debt. However, this relationship has begun to break down: since late 2016 the 10-year relative yield has risen sharply. In February, the OAT/Bund spread touched its widest since mid-2012, in the worst days of the eurozone crisis.” (FT – 19/04/17 – 2)

“Indeed, the latest bout of anxiety helped drive the spread between France’s 10-year government bond yield and that of Germany to the widest since august 2012. The move followed an opinion poll showing Marine Le Pen, the anti-EU far right candidate, narrowing the gap with her centrist rivals.” (FT - 21/02/17)

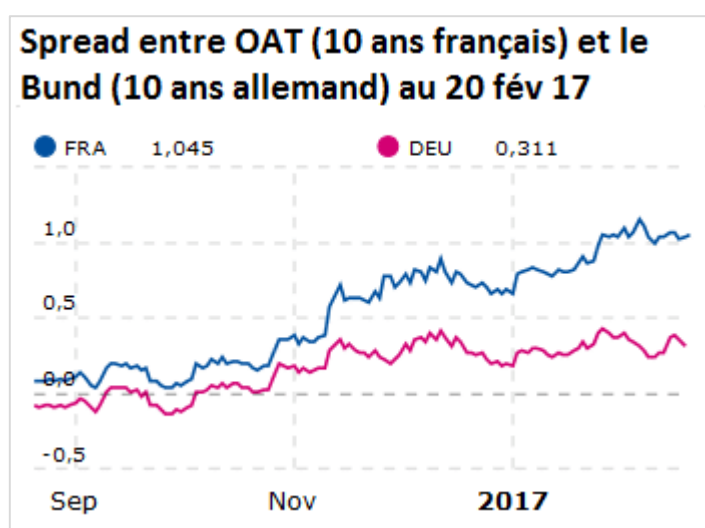


Figure 5

source : <http://labourseauquotidien.fr/spread-oat-bund-repasse-dessus-70-points/>

³¹ Le Bund allemand à 10 ans sert d'ailleurs d'actif sous-jacent à un contrat à terme, coté sur Eurex, qui constitue le marché directeur des taux d'intérêt à moyen et long terme dans la zone Euro. (Source : Wikipedia)

D'autres indicateurs peuvent permettre de rendre compte de la même logique à l'œuvre sur le marché. Notamment le marché des futures ou encore selon des dérivés. La tendance de prise en compte du risque politique ne touche pas seulement le marché obligataire. En effet le marché du change ou encore celui des actions est aussi impacté.

L'ensemble de ces données brutes attestent donc que les événements politiques, à *fortiori* les élections, déstabilisent les marchés³². Cette analyse rejoint le point de vue de Bernhard et al. (2006) montrant que l'événement électoral (changement de gouvernement) est en général un moment synonyme d'instabilité politique qui se traduit sur les marchés par la hausse des taux d'intérêts.

VII. 2. Un marché partisan

Ce que montrent également les résultats c'est que le risque politique de cette élection dépasse ce que l'on pourrait appeler le risque routinier du moment électoral. En effet ce n'est pas seulement le risque de l'élection en soi qui préoccupe le marché, mais aussi et surtout le fait que des offres politiques en particulier se présentent comme les potentiels gagnants de cette élection. En toile de fond c'est donc la perspective de voir se mettre en place un certain type de politiques publiques qui fait réagir le marché de la sorte.

a. Les candidats du risque

Lors de cette élection c'est largement la probabilité élevée de voir Marine Le Pen (*Front National*) arriver au pouvoir qui a animé les marchés.

« During the past month, financial markets have been pricing in the increasing risk of a Le Pen victory, with French 10 years' bonds yields rising steeply. A report by UBS Wealth Management last week gave Ms. Le Pen a 40% chance of becoming president. » (FT – 06/02/2017 – 1)

³² D'aucuns pourraient avancer que cette hausse des taux d'intérêt est liée à l'anticipation par les marchés de la fin de la politique accommodante de la BCE. D'abord aucunes annonces officielles de la BCE ne vont dans ce sens à l'heure actuelle et les résultats suivant démontrent que c'est bien le risque politique qui s'exprime sur le marché. (FT – 07/04/17)

Marine Le Pen occupe d'ailleurs une place essentielle dans la presse financière tout au long de la période électorale. De nombreux articles donnant la parole aux investisseurs lui sont consacrés. Tous soulignent l'anxiété des investisseurs vis-à-vis de la possibilité de la voir arriver au pouvoir.

« Harvinder Sian at Citi said: "If she wins, the market will go into panic mode", prompting an "existential crisis" for the EU » (FT 15/03/17)

« Craig Nicol, analyst at Deutsche Bank, said that, for markets, the risks lay in the lack of a convincing alternative to beat Ms Le Pen. He pointed out that the overall poll margin between Mr Fillon, Benoît Hamon, the socialist candidate, and insurgent Emmanuel Macron for the election's first round was just 5 per cent. » (FT 07/02/17 - 1)

Among the 144 manifesto commitments made by Ms Le PEN, more than half a dozen have directly negative consequences for the financial sector. Some are presented benignly, and echo leftist policies: "priorities the real economy in the face of speculative finance"; "or "make finance serve the real economy by liberating access to finance for small businesses at preferential rates under the supervision of the Bank of France" (FT 21/03/17 – 2)

Au lendemain du premier débat télévisé opposant l'ensemble des onze candidats à l'élection, le 20 mars, Jean-Luc Mélenchon (*France Insoumise*) débute un bond dans les sondages³³. Alors qu'il était totalement ignoré par les acteurs financiers (une occurrence dans notre recension jusqu'à cette date) sa nouvelle popularité le propulse au centre de l'attention des investisseurs. Il représente dès lors, aux côtés de Marine Le Pen, une nouvelle source de risque politique pour les investisseurs.

"Investors have sold off French bonds after a surge in support for presidential candidate Jean-Luc Mélenchon as markets price in the risk that the far-left firebrand could pull off an upset electoral victory." (FT 12/04/17)

³³ Il passera de 11% d'intentions de vote le 20 mars à 19% à l'approche du premier tour mi-avril (Source : enquêtes Ifop-Fiducial pour Paris-Match, CNews et Sud Radio, consulté sur Wikipédia, https://fr.wikipedia.org/wiki/Liste_de_sondages_sur_l%27%C3%A9lection_pr%C3%A9sidentielle_fran%C3%A7aise_de_2017#.C3.89volution_des_enqu.C3.AAtes).

La perspective de voir ces deux candidats arriver au deuxième tour constitue pour le marché un cas de figure des plus risqué³⁴.

Derek Halpenny, European head of global markets research at MUFG, forecasts that a Le Pen-Mélenchon second round could take the 10-year spread back to crisis highs "in an instant". (FT 19/04/17 – 2)

b. Les candidats market friendly

De manière concomitante c'est la candidature « *market friendly* » (FT 17/02/17) de François Fillon (*Les Républicains*) qui contribuerait à réduire l'impact du risque politique. Néanmoins les soupçons ayant pesé sur le candidat de la droite républicaine ont fortement altéré la confiance que les marchés lui attribuaient pour battre Marine Le Pen.

French bonds prices fell to their lowest levels in 18 months amid fears that the fake jobs scandal engulfing François Fillon, the one-time presidential front runner, could bolster populist candidates in April's elections, particularly far-right leader Marine Le Pen. (FT 07/02/17)

Since January 25, when French prosecutors opened a probe into the fake jobs allegations against presidential candidate François Fillon, the French two-year yield has increased by 10bp, " [Divyant Shah, global strategist at IFR Markets] said." (FT 21/02/17)

L'ouverture d'une enquête à propos des emplois fictifs et le refus de M Fillon de se retirer de la course à la présidentielle ont pesé sur les investisseurs obligataires.

"The spread between French 10-year sovereign bonds and the benchmark German Bund - a key measure of investor confidence as it shows the premium traders are demanding to buy French debt - hit a four-year high yesterday after Mr Fillon announced he would not withdraw from the race"³⁵ (FT 07/02/17)

Parallèlement la candidature d'Emmanuel Macron (*En Marche !*) a également reçu l'assentiment des marchés. L'accréditation du candidat « centriste » dans les sondages est corrélée avec une accalmie sur les marchés. (FT 24/02/17)

³⁴ Réalité que l'on retrouve également sur le marché des changes et des dérivés : "As the first round of elections on April 23 nears, the cost of insuring against a volatile swing in the euro has jumped. One-month options contracts on the euro-dollar pair have risen to their highest level since the fortnight before the Brexit vote. This was the prospect that MS Le Pen could end up in a second-round run-off against far-left candidate JLM. A seasoned politician with a contempt for the EU and its currency to match that of the FN leader, he has gained altitude in opinion polls." (FT 13/04/17)

³⁵ Le Figaro daté du 1^{er} mars 2017 annonce qu'au contraire l'annonce du candidat républicain aurait rassuré les investisseurs sur le marché des actions (CAC40).

A ce titre le ralliement de François Bayrou (Modem) à M. Macron le 22 février a permis un regain de confiance du marché concernant l'issue de l'élection.

"The yield on the 10-year French bond dropped to its lowest level in a month, as money managers and traders take succor after centrist candidate Emmanuel Macron received the backing of potential rival François Bayrou" (FT 28/02/17 – 2)

L'effet sur le spread des différentes candidatures nous a été démontré par M. Salomon :

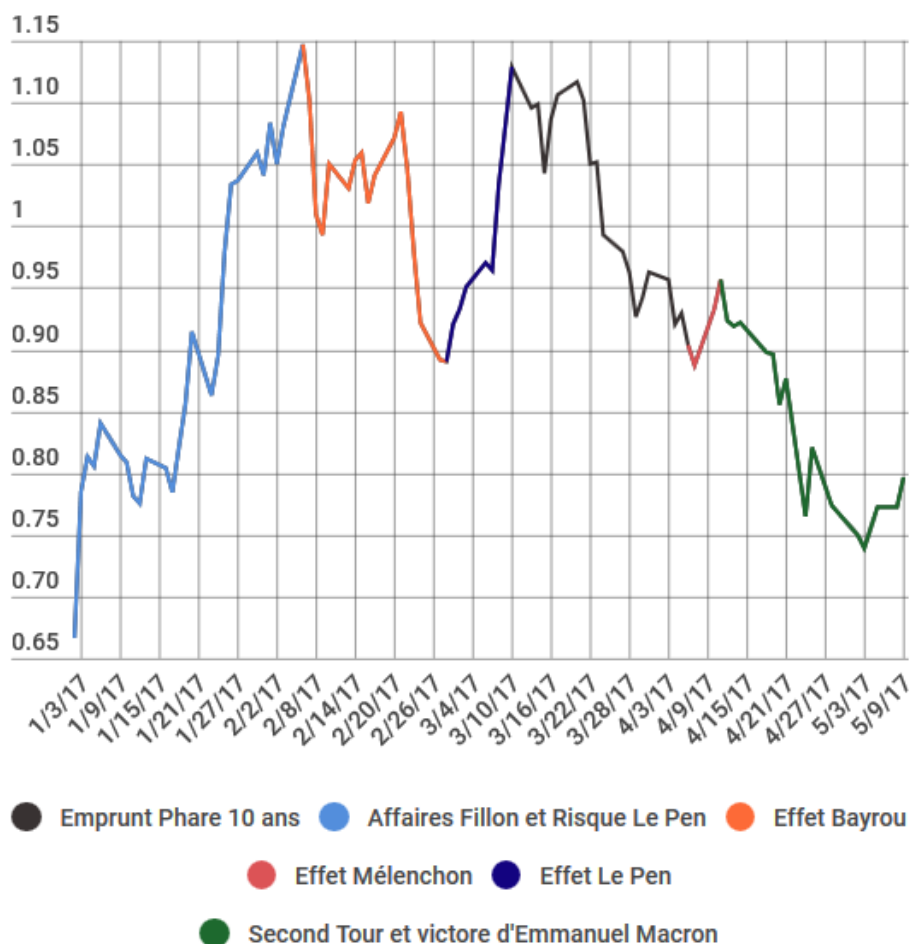
Vous voyez si je fais un calcul d'espérance des probabilités face au risque. Quelle est la probabilité que Marine Le Pen gagne ? [...] C'est une toute petite proba mais avec un effet qui est tellement cataclysmique que en fait ça ramène votre calcul d'espérance à vous voyez je ne sais pas je dis des chiffres au pif. Si Macron gagne, disons qu'au premier tour on pouvait estimer qu'il avait 25% de chance de gagner pour faire simple. Et que ça bouge le spread de 5. Et de l'autre côté on a une nana qui à 5% de chance de gagner mais ça bouge le spread de 200 ! elle vous embarque le spread. Donc en fait toute l'analyse elle est faite comme ça. (Salomon)

Ainsi les tendances observées sur le marché obligataire secondaire³⁶, au différent indicateur présenté dans la section précédente, reflète l'anticipation par le marché du risque politique que provoquerait l'issue de l'élection. La figure 6 est une synthèse stylisée de la chronologie des événements politiques mise en rapport avec la variation du taux de rendement actuarielle de l'OAT française de référence.

³⁶ En dernière analyse le marché obligataire a aussi été perturbé par le haut niveau de l'abstention ou encore par le fait qu'une majorité d'électeurs se déporte vers des candidats qui ne reçoivent pas l'assentiment du marché.

Synthèse stylisée du risque politique sur les cours de l'OAT 10 ans

Du 3 janvier au 9 mai 2017



Source: Banque de France

Figure 6

VII. 3. Les enjeux politiques des investisseurs

Le fait que les positions des acteurs sur le marché obligataire se structurent de manière claire en fonction de différentes offres politiques nous conduit à penser que le risque politique peut s'identifier à des enjeux politiques précis. La présente partie entend retracer les différents

enjeux – ou politiques publiques prévues par les programmes – auxquels les acteurs du marché prêtent particulièrement attention dans leurs valorisations du risque politique.

a. L'euro et le cadre des Traités européens

L'enjeu politique le plus saillant sur lequel les investisseurs ont évalué le risque politique a été celui portant sur la monnaie européenne. En effet, la question de l'euro touche directement les détenteurs de titres de la dette française puisque ceux-ci sont libellés dans la devise commune aux 19 pays de l'Union Européenne.

La volonté affichée par Marine Le Pen, et dans une moindre mesure de Jean-Luc Mélenchon, de remettre en cause la monnaie unique - voir d'en sortir carrément, en revenant au franc et/ou en le complétant par une monnaie de référence commune (ECU) – a été la principale cause d'inquiétude des marchés quant à ces candidatures.

"If Le Pen wins through to the Elysée Palace in May it would pose an existential threat to the euro", says Stephen Macklo-Smith, head of Europe equity strategy at JPMorgan Asset Management. (FT – 04/02/17)

"Both Ms Le Pen and Mr Mélenchon have radical economic policies, and [...] are hostile to the EU and the euro [...]. (FT 19/04/17)

Ces propositions se sont notamment accompagné par d'autres prévoyant, dans le cas de Jean-Luc Mélenchon, une refonte des traités la BCE en lui permettant d'intervenir directement auprès de l'Etat sur le marché primaire de la dette, ou encore pour Marine Le Pen un retour à une Banque de France finançant directement au Trésor (FT 07/02/17 – 2).

Premièrement l'appréhension du marché quant à la victoire de candidats proposant de sortir de l'euro s'explique par le fait que les créances des investisseurs institutionnels sur la France pourraient être converties en francs. Les dévaluations annoncées par Marine Le Pen – et plus généralement la fluctuation que subirait le nouveau franc sur le marché des changes – conduirait à une perte de valeur de ces titres pour leurs détenteurs comparativement à ce qu'ils valent en euros.

La question de la devise dans laquelle se trouveraient les titres de dettes déjà souscrits par le marché une fois que la France sortirait de l'euro a d'ailleurs fait largement débat au sein des concernés. En effet en Janvier 2013, l'Union Européenne a mis en place une « Clause

d'Action Collective » (CAC) pour les obligations nouvellement émises par les Etats de la zone euro en s'inspirant des processus de restructuration de la dette grecque d'après crise.

"The Model CAC was a post-Greek crisis bit of language that says any hypothetical restructuring of bond payments can be agreed by a supermajority of 75 per cent of bondholders. Some of the bond market's lawyers believe that if such a candidate is elected in either France or Italy, they will not be able to pay the national debt in depreciated francs or lire, at least for those bonds that incorporate Model CAC's" (FT 27/02/17 – 2)

Il s'avère qu'en cas de sortie de l'euro, et de retour à une monnaie nationale, la majorité des créances déjà émises seraient bien libellé en nouveaux francs. Ceci faisant potentiellement baisser la valeur des avoirs de leurs détenteurs et, simultanément, baisser la charge de la dette pour l'Etat et les contribuables³⁷ tout en ouvrant potentiellement la porte à des poursuites judiciaires de la France par ses créanciers.

"Although eurozone government debt sold since January 2013 cannot be redenominated without bondholder approval, more than half of the current €7tn in outstanding debt does not carry this safeguard clause. The distinction between the two sets of bonds is something investors are aware of, said Andrew Bosomworth, head of a portfolio management in Germany for Pimco. "Redenomination came up during the last crisis and has come again".

"Lawyers contacted by the Financial Times said that the currency redenomination for the bonds governed by French law would be theoretically possible because any nation can change its own laws. This means that bondholders would struggle to pursue France in the courts in the same way they pursued Argentina after its default in 2001" (FT 10/02)

Les agences de notation, notamment *Standart & Poor* et *Moodys*, ne sont pas restées étrangères à ce débat. Elles ont formellement indiqué que la conversion des dettes en francs serait équivalente à un défaut de l'Etat français sur sa dette :

Moritz Kraemer, head of sovereign rating at S&P, said if euro-denominated obligations were converted to new francs, the rating agency would consider it a default." (FT 07/02 – 1)

Moritz Kraemer, S&P's head of sovereign ratings, said in a written statement that this would be a default. "There is no ambiguity here . . . If an issuer does not

³⁷ Il faut prendre cette dernière affirmation avec mesure. En effet si le retour à une monnaie nationale ne s'accompagne pas d'un financement de l'Etat hors-marché, les taux d'intérêts augmenteront mécaniquement, provoquant par-là une hausse du coût budgétaire. C'est ce qu'il s'est passé en Grèce lorsque le peuple grecque s'était prononcé sur un moratoire du paiement de la dette aux créanciers.

adhere to the contractual obligations to its creditors, including payment in the currency stipulated, [we] would declare a default.” (FT – 10/02)

Alastair Wilson, head of sovereign ratings at Moody’s, said he would consider any country leaving the euro to be in default if changing the currency of its debt caused investors to lose out financially relative to the original promise. “The test for us is: do we think investors will be able to get back the value they put in, when they expected to get it back”, he said (FT – 10/02)

La question de l’euro est donc centrale pour comprendre en quoi les investisseurs considèrent les candidats du FN et de la FI comme des risques politiques. Le défaut – ou du moins la dévaluation - étant directement lié à la détention de la dette française – et donc à la rentabilité de l’investissement -, une anticipation de la victoire d’un de ces deux candidats conduit, notamment, immédiatement les taux à la hausse et les prix à la baisse avec l’intégration d’une prime de risque. De plus il faut noter que les propositions de reformer le cadre monétaire (avec la banque de France ou la BCE) peut venir contraindre le cadre dans lequel les investisseurs se meuvent.

« Mais qu’est-ce que je vais mettre mes billes dans ce truc, ils veulent sortir de l’euro ça va être cataclysmique ». Sortir de l’euro ça veut dire contrôle des capitaux, nationalisation des banques et tout ça hein. (Salomon)

Dans le même temps, l’affirmation par les candidats Macron et Fillon de ne pas remettre en cause l’euro, de respecter les engagements financiers de la France et de ne pas remettre en cause le cadre financier européen renvoie à la structuration des investisseurs en fonction de l’offre politique démontrée plus haut.

A la remise en cause de l’euro se surajoute la question de la sortie de l’Union, affichée clairement dans le programme de Marine Le Pen et dans celui de Jean-Luc Mélenchon (*Plan B*). La sortie de l’Union est synonyme d’un ébranlement – voir une fin - du marché commun qui n’est pas sans conséquences sur les détenteurs de la dette française.

b. La place de l’Etat dans l’économie

Autre enjeu structurant le positionnement des acteurs du marché a attiré au rôle – de près ou de loin – que l’Etat doit jouer dans l’économie. De manière générale on constate que les acteurs du marché obligataire « s’accordent » à penser que la puissance publique doit être en

retrait vis-à-vis de la sphère économique et doit notamment contribuer à réduire ses dépenses.

A ce titre on observe encore une césure nette entre les candidats « *market friendly* » et les « candidats du risque ». Autant Marine Le Pen que Jean-Luc Mélenchon prévoyaient dans leurs programmes une relance de l'économie à travers l'investissement public à des degrés différents.

La première à travers notamment la relance du complexe militaro-industriel français :

But the reason Ms Le Pen is winning over new constituencies is her promise of "intelligent protectionism". There would be a state-led industrial policy, favoring manufacturing over finance. Imports and foreign workers would be taxed, foreign investment subject to strict controls, and national industry subsidized, not least by a huge expansion in military spending - with all new equipment to be supplied by the French defense industry". (FT 07/02/17 – 2)

Quant au second c'est à travers la relance dans la transition écologique et numérique que se fera la relance de l'économie :

On the economy, Mr Mélenchon has promised to increase spending by more than €250bn a year, lower the legal working week from 35 to 32 hours and tax 100 per cent of any revenue 20 times greater than the median income. (FT 05/04/17)

Autant de politiques interventionnistes de relances que les experts de marchés jugent « cataclysmiques ». L'édito du *Financial Times* du 7 février commentait les mesures de relances prévues par Marine Le Pen et affirmait :

The idea that France could prosper under these policies is laughable - but that does not make them impossible, or any less seductive" (FT 07/02/17 – 2)

Quant aux « candidats du marché », eux prévoient dans leurs programme une réduction massive de la dépense publique :

François Fillon, candidate for the Republicans on the centre-right, has made some of the boldest suggestions for spending cuts, advocating a "Thatcherite" blitz of reforms that include €110bn of savings (equivalent to 4.2 per cent of GDP) by 2022 and a cap on unemployment benefits. (FT 14/02/17)

Mr. Fillon admirer of Margaret Thatcher who is keen to administer probusiness shock therapy to France, has promised €100bn in cost saving and to slash 500,000 civil service jobs over five years. He has sounded the alarm bell over public debt, close to 100 per cent of the gross domestic product. By comparison, Mr Macron's

plan targets annual cost saving of euro60bn by 2022, including the shedding of 120,000 civil service jobs. (FT 10/04/17)

Par déduction, il apparaît que la méfiance envers la dépense publique qu’exprimeraient les investisseurs provient du fait qu’elle serait source d’inflation à travers l’accroissement du déficit budgétaire³⁸. Comme M. Salomon nous l’affirmait pendant l’entretien :

On avait deux candidats qui concrètement aussi bien Fillon que Macron avaient une assez bonne compréhension de ce qui se passait. Après on peut être d’accord ou pas d’accord avec ce qu’ils racontent. Ils avaient une idée de ce qu’est un déficit budgétaire et comment on finance un déficit budgétaire. Après vous avez des candidats où tout c’est extrêmement... à part dire on va renégocier Maastricht et on va aller tout renégocier. Nous on a eu l’occasion de faire parler un gars du front national, ils avaient une vision quand même extrêmement lointaine de ce que c’est la réalité financière de la dette française. (Salomon)

Une césure s’observe aussi sur les questions du marché du travail, des retraites ou encore de l’impôt sur le capital. Quand MLP et JLM (*op cit.*) prévoient une baisse du temps de travail de l’âge de départ à la retraite, une taxation du capital et des grandes fortunes :

Mr Fillon in contrast, has promised a blitz of market-friendly reforms. His agenda includes lower corporate taxes, taxes on labour, a higher pension age, longer working hours and cuts to public sector jobs. (FT 17/02/2017) While his progressive platform borrows from the left on social issues, Mr. Macron has promised to tackle labor market rigidity, boost private investment and increase support for the entrepreneurs. (FT 22/02/2017)

Un ensemble de mesures qui touchent également les intérêts des investisseurs. Une augmentation de l’imposition, notamment sur le capital, entrainerait une hausse des coûts de transaction et viendrait réduire la valeur nette des titres et de leurs rendements. Plus généralement l’ensemble de ces mesures toucheront les autres segments des marchés financiers qui viendraient altérer – selon cette vision – la rentabilité du capital d’un portefeuille de titre ou d’un crédit structuré. On pense par exemple au marché des actions où la plupart des investisseurs en obligations y agissent également.

Cette opposition semble aussi indiquer que les investisseurs se placent en faveur d’une politique de l’offre. C’est en baissant les charges et en flexibilisant les marchés que l’on produit

³⁸ On retrouve ici les raisons qui ont poussé le législateur national et européen d’interdire l’ensemble des outils de circuit public de financement : ceci afin de garantir la « cohérence macroéconomique de l’euro » et de préserver les épargnants. (BUISINE & al. 2016, p.111) Mais aussi une vision qui applique à l’Etat les catégories comptables de l’entreprise (LEMOINE 2016).

de la croissance³⁹. Cette politique adjoint une vision de l'Etat laissez-faire et en retrait de la sphère économique. Contrairement aux politiques de la demande – proposées par « les candidats risqués » – qui donne un rôle important à l'Etat dans l'économie à travers des politiques de dépenses publiques et qui veulent réduire le poids du libre-échange dans l'économie⁴⁰.

VII. 4. Hétérogénéité du rapport au risque politique

Les acteurs du marché obligataire de la dette française se sont donc positionnés en fonction de certains candidats à travers l'importance qu'ils donnent à certains enjeux et à la manière dont il faut les traiter. Or, si on observe que leurs « jugements politiques » s'accordent sur « la nature » des candidats et de leurs politiques, la manière de prendre en compte le risque qu'ils représenteraient peut – malgré la tendance générale observée – être de différents ordres.

Premièrement il faut signaler que le risque politique est fonction de la probabilité de voir un des candidats risqués gagner les élections. En effet le marché, dans son opération de *valorisation* du risque politique, anticipe un futur dont il essaye de réduire l'incertitude : ce futur s'exprimant comme la probabilité de la victoire d'un candidat. Etant donné que le résultat de l'élection n'est donné qu'au moment du vote, les acteurs vont se procurer, voir vont produire, de l'information leurs permettant d'estimer le futur de l'élection.

A ce titre l'utilisation des probabilités pour évaluer le risque politique est largement répandue parmi les investisseurs et a été avéré dans le cadre des élections. Les producteurs d'informations financières autant que les traders les utilisent fréquemment pour rendre compte d'une certaine la réalité de l'élection, et notamment de l'opinion.

Prediction markets seems to agree, showing a sharp drop in the implied probability of a Le Pen presidency. Punters on the Betfair Exchange have priced down Ms Le Pen's chances from 30 per cent in the late February - above rival Emmanuel Macron

³⁹ Renvoyant ici à la théorie du ruissellement ou encore à la vision politique du FMI d'ajustement structurel : c'est en produisant un climat des affaires favorables aux investisseurs que le climat économique s'améliorera.

⁴⁰ "Both Ms Le Pen and Mr Mélenchon have radical economic policies, in contrast to Mr Macron, a pro-European former Rothschild banker. Both candidates are strongly opposed to free trade, are hostile to the EU and the euro, and want to see greater government intervention in the economy". (FT 10/04/17)

at the time - to nearer 20 per cent today. Man Group argues that even this may be too high, citing research by Morgan Stanley that used poll numbers and bookmakers' odds to conclude that even if every undecided voter opted for Ms Le Pen in the second round, she would still have only a 34 per cent shot at victory. (FT 06/04/17)

Cet exercice de probabilisation de l'issue des élections se comporte la plupart du temps avec les sondages d'opinion – ou plutôt les intentions de vote. (52 occurrences dans la recension effectuées dans les articles du Financial Times). Les investisseurs ont entretenu, de manière générale, un rapport assez ambigu aux sondages d'opinion durant la période électorale.

Le contexte politique internationale a entaché la confiance que le marché pouvait avoir sur les instituts de sondages. En effet le « oui » au référendum sur la sortie de l'UE du Royaume-Unis et l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis n'avaient pas été « vus » par les sondeurs⁴¹.

"It's hard to see Le Pen win, but no one's trusting polls after Trump and the Brexit referendum," said Said Haidar, chief executive of Haidar Capital Management in New York. (FT 17/02/17)

Néanmoins tout au long de la période électorale les sondages ont retenu l'attention des investisseurs comme en témoigne le nombre d'occurrences de références aux sondages dans la presse spécialisée. D'ailleurs les événements politiques médiatisés (débat tv, affaires, ralliement...) ont souvent été suivis par une fluctuation des intentions de votes dans les sondages.

A chaque fois que Fillon se prenait tous les mercredis quand le Canard Enchaîné sortait, il baissait encore un peu plus [dans les sondages]. Si vous voulez le truc qui est assez.. je dirais pas que c'est comique.. dans cette élection c'est que on était tous persuadés qu'on aurait l'élection la plus ennuyeuse du monde. Et à la fin on en était dans une situation où les anglais appelaient tous les jours à 14h en disant : « mais il s'est rien passé aujourd'hui ? qu'est ce qui se passe d'habitude ya un scoop qui est incroyable et tout ». Et ce qui se passe c'est que typiquement le spread France Allemagne tout ça a beaucoup pâtit de ça. Qui est à chaque nouvelle affaire on voyait bien que Fillon baissait, que Mélenchon montait et alors. Bon Mélenchon fait aussi peur pour des investisseurs que Marine Le Pen. (Salomon)

⁴¹ La prégnance du contexte international comme facteur explicatif de l'anxiété des investisseurs est ressortie quasiment à chaque article.

Une réalité pesant sur l'appréhension du risque politique mais néanmoins tempérée par d'autres facteurs, telle que la réitération de certaines variables lors de cette élection. Ainsi le fait que ce ne soit pas la première fois que le Front National participe à une élection constituerait une raison d'avoir confiance dans les estimations des sondeurs selon Raoul Salomon :

Mais je vous passe sur les détails qu'on est obligé de lutter contre des étrangers qui nous disent : « ah vos sondeurs ils sont nuls ». Et donc on passe notre temps à leurs dire nan mais : « mine de rien les gars qui font des sondages en France sont plutôt bon ». Les gars ils vous répondent : « ouai mais regarde ils n'avaient pas prévu Fillon à la primaire de droite », et vous leurs dites : « ouai mais la primaire de droite encore une fois c'est une élection extrêmement particulière. 1) c'est la première fois qu'il y avait une primaire de droite, 2) on ne sait pas bien qui vote, on sait pas s'il va pas y avoir des gars de la gauche qui vont aller. Donc tout ça c'est très compliqué alors qu'une élection présidentielle on en a toujours eu, c'est pas la première fois qu'il y a un parti d'extrême droite qui est dedans et donc on sait assez bien mesurer ces choses-là. Et donc le gars vous répond « ouai mais Macron c'est la première fois et tout ça ». Fine ! Okay. Ya eu toute une discussion avant les élections sur ce qu'on appelle le « shy vote ». [...] Mais ce qu'on leurs a dit c'est : « mais des Le Pen à des élections y'en a toujours eu en France. Et ce « shy vote » on a toujours su le mesurer. Et donc en fait ce que vous croyez que l'on sous-estime en fait il est déjà dans les estimations. » ⁴²

Idée que l'on retrouve à divers endroits de la presse financière :

According to Willem Verhagen, senior economist at NN Investment Partners, Brexit was “a one-off event with no comparable benchmark”, while Mr Trump’s victory was the result of the peculiarities of the electoral college, whereas the French election is a “more straightforward” political risk. Although Ms Le Pen is polling well, her party has been around for many years, “so that makes me feel there is less risk from a polling error than with a Brexit or the US election”. (FT 13/04/12 – 2)

Encore une fois, malgré qu'une partie des investisseurs pouvait être conscient que :

[...]it was widely assumed that the French electorate would overwhelming back Ms Le Pen in the first round of the vote as a protest, before “swinging sharply back to reality” in the second round. “The financial markets seem to regard Ms Le Pen’s second round failure as inevitable,” [James Stretton at JC Rathbone Associates] said.” (FT 21/02/17)

⁴² « Les investisseurs étrangers ne comprennent pas bien notre système électoral », détaille Christopher Dembik, chez Saxo Banque. « Trois fois par jours, je dois expliquer à des clients japonais ou norvégiens que même si le FN passe au second tour, le report des voix rend sa victoire quasiment impossible », ajoute l'un de ses collègues, au bord du burn out. Le Monde 4 fév 2017

La tendance générale chez les investisseurs à néanmoins démontré une sensibilité aux estimations fournies par les sondeurs en ce qui concerne le premier tour, et cela bien que MLP ou JLM fussent donnés perdants au second.

Cette ambivalence dans la sensibilité qu'ont les investisseurs vis-à-vis des sondages pourrait s'expliquer par le fait qu'une large partie d'entre eux ne soit pas français, et donc potentiellement étrangers au système politique hexagonal. Dans son interview Raoul Salomon nous explicitait le rôle qu'ont les Spécialistes Valeurs Trésors auprès des investisseurs étrangers pour combler cette distance. Une grande partie de leur travail consiste à faire la promotion de la dette française à l'étranger, notamment à l'occasion de *roadshows* avec le Trésor français. Cette année il eut fallu rassurer bon nombre d'investisseurs sur la conjoncture politique.

Des roadshow c'est quoi ? c'est on va voir les investisseurs de par le monde ou d'ici. Et normalement [les SVTs] passent leurs temps à raconter l'économie française et qu'est-ce que c'est que la politique d'émission du Trésor [...] [Cette année] il y avait tellement de questions liées à la politique qu'ils ont fait un petit booklet en plus pour expliquer aux investisseurs les grands partis politiques, les résultats des dernières élections. D'abord il faut repartir de loin, parce que vous voyez nous c'est une élection à suffrage direct à deux tours. Il y a plein plein de pays où on ne comprend même pas que c'est ça okay ? Les américains sont persuadés que tous les systèmes sont comme eux... Et donc on est obligé de leur expliquer que si Marine Le Pen prend le pouvoir il y aura des élections législatives, elle ne peut pas faire n'importe quoi, on peut pas changer la constitution comme on veut, on peut pas créer des référendums comme on veut, ya plein plein de trucs comme ça où on est obligé d'expliquer, okay ? Donc ça c'est la première partie. Ensuite ya des choses qu'ils ont du mal à comprendre c'est typiquement le concept de front républicain. Okay ? [...] Vous pouvez avoir aux élections régionales, concrètement presque 8 millions de personnes qui ont voté pour vous. Pour être élu président de la république il faut 18 millions de gens qui votent pour vous, plus prêt de 19 d'ailleurs. Et euh donc euh passez de 8 à 19, c'est énorme. Donc [les SVTS] donnent pas leurs avis mais ils montrent des études des sondages qui sont fait sur quel type de transfert il peut y avoir entre Mélenchon et typiquement entre la gauche, l'extrême gauche et l'extrême droite et ce genre de chose. Donc en fait ils présentent des choses pour expliquer un peu la situation politique. (Salomon)

De la variété d'appréhension du « risque Le Pen » ou du « risque Mélenchon » peut se déduire une hétérogénéité des investisseurs quant à leurs positionnements sur le marché obligataire. Ceci pour une raison simple : le marché est avant tout un lieu concurrentiel. Ainsi, une

disparité quant à l'information disponible peut potentiellement mettre certains investisseurs en position dominante sur le marché, leur donnant l'opportunité de réaliser des profits.

Within France, institutional investors believe markets are already overstating Ms Le Pen's chances of victory. The current volatility in French bonds has created a buying opportunity for those who think Ms Le Pen will lose, according to Eric Brard, global head of fixed income at Paris-based Amundi, Europe's largest asset manager. "The outcome of the election has grown less clear in recent weeks and there is a lot of concerns priced into markets," he said. "For us, yes, this could be an opportunity". (FT – 17/02/17)

Une surévaluation du risque Le Pen peut en effet s'avérer être opportun pour certains investisseurs. Par exemple un écart de taux en hausse, entre la France et l'Allemagne, signifie que le rendement de l'obligation française est supérieur à celui du *Bund* Allemand. Une aubaine pour les investisseurs ne croyant pas autant au risque Le Pen⁴³.

A l'inverse, cette hétérogénéité de l'information laisse aussi de l'espace aux investisseurs pensant, à certains moments de la campagne, que le risque Le Pen serait mal évalué (sous-évalué) par le marché. Laissant ainsi l'opportunité de « parier contre » les obligations françaises afin de réaliser un profit, c'est-à-dire de vendre puis racheter en pariant sur une augmentation future des taux (sur une augmentation de la prise en compte du risque politique par le marché).

David Tepper, the billionaire American hedge fund manager, also advised investors last year to bet against French government bonds. (FT – 17/02) The billionaire hedge fund manager said last week that he's snapping up European equities because they're cheap as the market overplays the risk that nationalist Marine Le Pen will win. When it comes to French bonds, he's taking the opposite position, believing investors are underestimating the chance of a Le Pen victory, according to people familiar with the matter. Tepper, founder of Appaloosa Management, as well as Knighthead Capital Management and Caspian Capital Management, are

⁴³ Mais cette remontée des taux peut convenir à certains investisseurs en dehors de considérations sur le risque politique : « Une fois le spread fut un temps il était beaucoup plus large, il était revenu et tout ça. C'était un moment où les taux ils étaient assez bas. Et j'avais discuté avec un japonais en lui disant « mais tu continues à acheter de la France alors que le spread s'est resserré quand même beaucoup ? Et t'as pas peur et tout ? ». Et il me dit : « tu ne te rends pas compte. En fait quand les taux allemands valent 50 et que les taux français valent 1, même si avant ils valaient 1,20. En fait 1 c'est le double de 0.50. Et en fait quand à la fin de l'année on me juge sur ma performance. En fait ce qu'on juge de ma performance c'est pas pour me dire ah t'as fait que 1 c'est naze. Non on me dit ah bah tu as fait deux fois plus que si tu avais acheté de l'Allemagne ». [...] Si vous voulez quand les taux allemands sont à 0, ça veut dire que ça n'a rien rapporté durant l'année. Si vous arrivez à avoir une performance vous avez fait 0.30 sur l'année : bah c'est énorme ! (Salomon) »

*wagering France's borrowing costs will rise relative to those of Germany during the run-up to the French election, which begins in April, according to other people with knowledge of the matter. The short bet on French bonds would also benefit from a pick-up in inflation and, eventually, interest rates in the euro area.*⁴⁴

Cet ensemble hétérogène de prises de positions sur le marché montre qu'en dernière analyse les positions de marchés sont du ressort de la croyance. Ce genre de positionnement sur le marché prétend avoir dans le présent une certitude sur un futur par définition incertain, et que ne manque pas de diviser les investisseurs, malgré le fait qu'ils partagent le même jugement sur les offres politiques.

Mais la prise de position semble également différer en fonction du type d'investisseur. L'ensemble des institutions faisant de la « *fast-money* » a une tendance à prendre des positions agressives, notamment achetant et vendant souvent, tandis que les institutions visant les investissements et la performance de long terme ont tendance à être plus mesurées dans leurs positions. La première catégorie d'investisseurs concerne les *hedge fund* ou autres gestionnaires d'actifs alors que la deuxième concerne les institutions types fonds de pension ou Banques Centrales étrangères :

J'ai discuté avec pas mal de hedge fund. La question, c'est-à-dire qu'ils avaient bien accompagné tout cet écartement [des taux entre la France et l'Allemagne]. Quand je dis ça c'est qu'il avait bien shorté, bien vendu comme il fallait au départ, la question c'était « quand est ce qu'on rachète ? ». Et ce qu'on leur disait tous c'est : « attendez pas les résultats du premier tour pour racheter parce que vous allez tous être au même moment dans le même sens ». Et donc si vous regardez toute la semaine et même les deux semaines avant les résultats du premier tour. Déjà vous avez quand même le spread qui commence à ne se resserrer pas mal parce que vous avez plein de gens qui se disent que l'essentiel du mouvement est fait.

Ce qui se passe c'est que vous avez tout ce qui est fast money, c'est-à-dire les gens qui vendent et qui achètent à toute vitesse, tout ce qui est hedge funds, fonds d'arbitrage tous ces gars-là. Eux ne faut surtout pas qu'ils attendent [le retournement des taux]. Après vous avez les gars qui doivent investir. Eux bah je veux dire, si vous avez attendu le premier tour, la veille du premier tour, autant attendre. Le truc si vous investissez le vendredi avant et que ça s'avère pas du tout être le résultat escompté, vous allez vous faire engueuler. Si vous devez investir et que vous investissez le mardi après le deuxième tour bon bah vous avez ce qu'on vous demande. Vous avez fait attention euh bon vous n'avez peut-être pas eu le point bas. Mais vous n'avez pas fait de conneries en tout cas. Ça c'est des fonds de pension, des banques centrales, c'est des investisseurs institutionnels. C'est des gars qui vont rendre compte okay ? Vous voyez là c'est plus de la psychologie c'est-à-dire

⁴⁴ Bloomberg 15 mars 2017

que si vous êtes un investisseur et que vous n'êtes pas là pour récupérer tous les quarts de centimes que vous pouvez récupérer. Bah on ne va jamais vous blâmer pour ne pas avoir acheté au moment le plus opportun. Mais si par hasard vous prenez un risque inconsidéré vous allez juste être crucifié. De l'autre côté vous avez des hedge fund ou des fonds d'arbitrage, eux ils sont là pour glaner tous les centimes qu'on peut récupérer okay ? Donc vous voyez ils ne sont pas là au même moment ils ne font pas la même chose. [...] Alors que le gars qui gère je dis un truc au pif hein - les réserves de la banque centrale de je ne sais pas où, de je sais pas quel pays qui a beaucoup d'argent pfff 1) il a plein de fric 2) il s'en fout d'avoir le meilleur moment, il faut qu'il soit bien positionné, c'est un investissement de long terme, il vaut mieux qu'il achète le mardi après que le vendredi avant. Okay vous voyez ? On est pas du tout dans la même optique. Et ce qu'il faut se dire c'est que le gars devant son conseil d'administration il va devoir rendre des comptes. (Salomon)

Finalement il apparaît que le marché lui-même est une source d'informations sur le risque politique. Ou plutôt la valeur de marché brute donne à voir des décisions « collectives » prises tendanciellement par les acteurs sur le marché obligataire à propos du risque politique. Dans une certaine mesure le marché est lui-même la référence de ses propres actions. Cette idée se conçoit par exemple dans la manière dont la presse financière explicite les cours du marché, en en faisant référence comme variable explicative de l'humeur ou de l'état de confiance des acteurs du marché.

Cette réalité est particulièrement visible sur le marché primaire de la dette, c'est-à-dire au moment des adjudications du Trésor. Les cours de marchés sont suivis de près par les Spécialistes Valeurs Trésors lorsqu'ils réalisent leurs enchères auprès du Trésor et ceci quitte à induire les autres enchérisseurs en erreur.

Le marché secondaire mais tout le monde pipote avec ça. Tout le monde met des ptits trucs avec ça « tiens j'ten vends 4 millions à ce prix-là, qui est un prix trop bas alors que vous allez enchérir un bloc de 500 millions. ». Vous êtes prêt à lâcher 3 centimes sur 4 millions, okay, pour faire croire que le marché est là alors qu'au même moment vous essayez d'en acheter 500 millions plus haut. [...] Ce qui se passe c'est que j'envoie un message à tout le monde [...] (Salomon)

C'est en référence à ce qui se passe sur le marché secondaire – et en y jouant – que les SVTs établissent le prix auquel ils souhaitent acheter les titres de l'Etat. En d'autres termes, la valeur des obligations déterminée par les échanges sur le marché secondaire se répercute sur le marché primaire (Voir *infra*.)

VII. 5. Le débordement du marché sur la sphère politique

Les résultats exposés dans cette partie démontrent que les décisions prises par les acteurs financiers débordent la sphère du marché financier pour impacter la sphère politique. C'est plus ou moins directement l'Etat qui subit la fluctuation des cours de marché dans son budget à travers l'émission de dette. Mais on constate également que l'opinion de marché et ses actions empreignent le débat public lors de la période électorale. Ainsi, bien loin de rester dans le carcan de « la finance », les processus à l'œuvre dans le marché obligataire ont des implications concrètes dans les réalités politiques de l'Etat français et de son corps politique.

a. Marché primaire et coût budgétaire de la spéculation

Comme nous l'avons vu plus haut, l'émission de la dette d'Etat sur le marché primaire est influencée sinon conditionnée par les événements se déroulant sur le marché secondaire de la dette. Lorsqu'un SVT investit dans la dette française il le fait avec la perspective de pouvoir ensuite la revendre sur le marché secondaire. Pour ce faire il s'agit alors de prêter une attention aux prix de marchés afin de pouvoir satisfaire une demande qui risquerait de se contracter si le prix accouchant de l'émission est trop élevé par rapport à celui du marché⁴⁵. Etant donné la nature concurrentielle du marché primaire (à même titre que le secondaire) cela n'empêche pas de créer des incertitudes et des risques :

Et ce qui se passe c'est qu'on peut très bien se retrouver dans une situation qui est assez difficile où imaginons que vous ayez misé pour 1 milliard d'enchère et vous pensez que le marché [secondaire] il est là. Et dans les 5 ou 7 minutes le marché il baisse donc vous allez vous retrouver à acheter trop cher. Parce que le truc c'est que vous pouvez vous dire : « je pense que je vais en avoir 2 milliard [au terme de l'adjudication], je peux le hedger, je peux commencer à vendre des trucs en face ». Et ce qu'il se passe c'est imaginez que tout le monde a surenchéri mais ce n'est pas deux milliards que vous avez mais 0. Vous vous êtes retrouvé à vendre quelque chose pour vous protéger. Et en fait vous n'avez pas le truc qui va en face, c'est là où c'est compliqué, c'est là où vous êtes obligé d'avoir de bons traders (Raoul Salomon parlant du processus d'enchère lors des émissions par l'Etat)

⁴⁵ Ce calcul se fait évidemment sur la base du taux de rendement actuariel. L'utilisation du terme pris est ici pour faciliter la compréhension.

Cette attention particulière prêtée au marché se retrouve également dans la fixation du coupon par l'Etat via l'Agence France Trésor. De la même manière on se rend compte que l'Etat adapte la rémunération de ses titres en fonction des cours de marché. La figure suivante reprend l'évolution des taux de rendements du marché secondaire, ceux des coupons fixés par l'Etat ainsi que le taux moyen pondéré qui ressort de l'adjudication. Ce « taux moyen pondéré » représente en réalité le réel coût en intérêts pour l'Etat et les contribuables. Le taux moyen pondéré résulte de l'adaptation du prix à l'émission aux offres des SVTs. Il y intègre par exemple une prime à l'émission : l'Etat obtient un capital moindre mais le taux d'intérêt rémunère le capital base 100 prévu initialement.

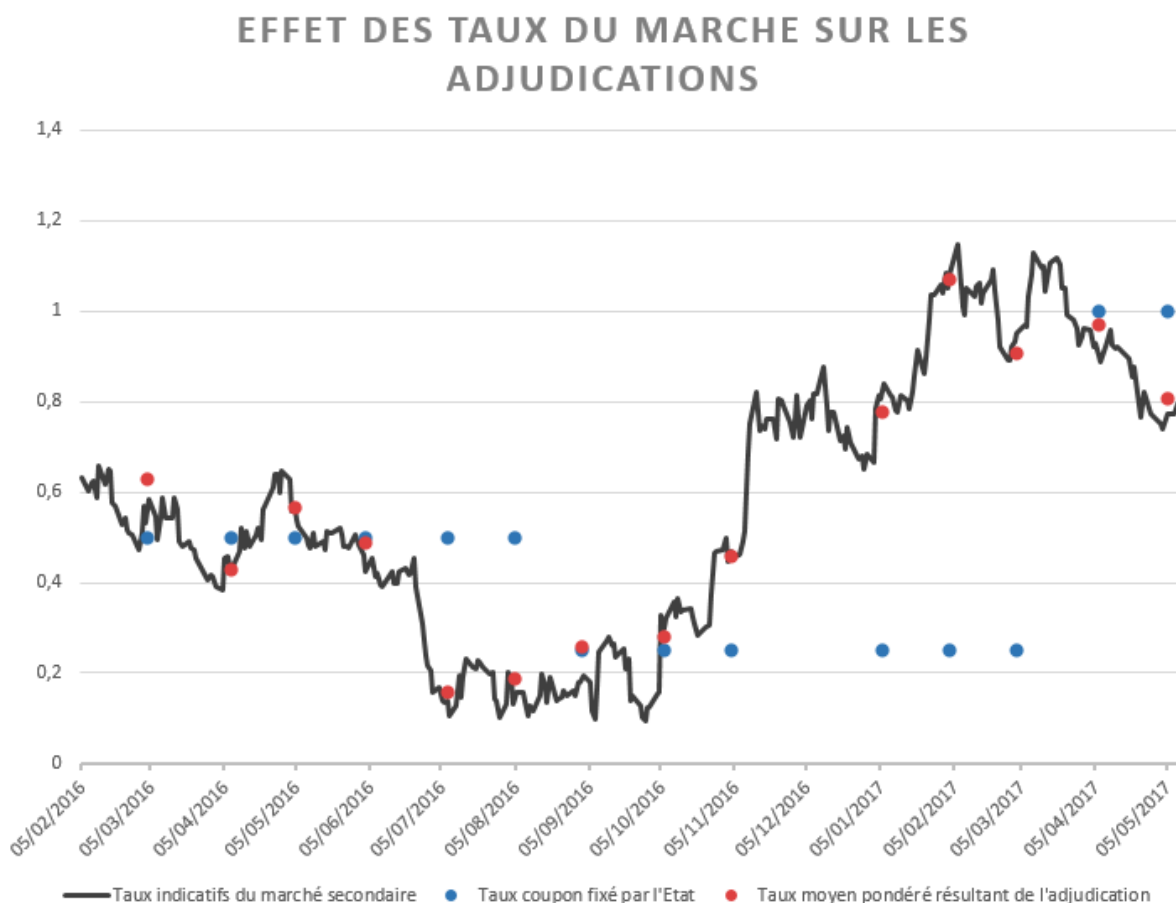


Figure 7 :

Sources : Banque de France et Agence France Trésor sur les données pour l'OAT 10 ans

On constate que les variations des coupons et des taux adjugés dépendent de la fluctuation des taux sur le marché. Ainsi le risque politique de ces élections – et l’ensemble des actions de marchés que nous avons ici exposé – ont eu un impact sur le coût budgétaire en intérêt que l’Etat doit payer pour le service de sa dette.

Le lecteur averti ne manquera pas de noter que les évolutions que nous observons sur cette période tout au long de ce travail ne correspondent qu’à des variations de l’ordre quelques points. Cependant ces « micro-variations » se jouent sur des milliards d’euro de dette.

Si on prend comme point de référence le début du « *pricing* » du risque politique par le marché, au début du mois d’octobre 2016, c’est plus de 314 milliards d’euros que l’Etat a emprunté au cours de la période électorale, dont 107 milliards d’euros à Moyen-Long Terme (Obligations Assimilables du Trésor de plus d’un an) et 207 milliards d’euros à court terme (Bons du Trésor d’un an ou moins)⁴⁶.

Les intérêts dû par l’Etat sur l’ensemble des emprunts effectués depuis le mois d’octobre 2016, s’élèvent à 10,5 milliards d’euros à payer sur une durée s’étalant sur 50 annuités. Sur ces 10,5 milliards d’euros d’intérêts nous estimons que le surcoût budgétaire lié aux spéculations du marché sur le risque politique est de 5,96 milliards d’euros, dont 2,1 milliards qui seront éprouvés lors du quinquennat du Président Macron. Ceci représente un fardeau budgétaire en intérêts sur la dette d’environ 480 millions d’euros par an. Cette estimation du surcoût budgétaire lié au risque financier a été réalisée sur la base d’une comparaison entre le coût virtuel de la dette au taux d’octobre 2016 – c’est-à-dire avant le début du *pricing* du risque politique par le marché – et le coût réel de la dette pour l’Etat sur la base des taux moyens pondérés des adjudications de la période électorale (voir annexe)⁴⁷.

⁴⁶ Chiffres tirés de « l’historique des adjudications » de l’Agence France Trésor, disponible en ligne et consulté le 13 mai 2017.

⁴⁷ Cette estimation est forcément partielle : nous n’avons pas retiré les offres non compétitives dans l’actualisation du taux, mais leur volume reste marginal. De plus nous n’avons pas pris en compte les titres de la dette à taux variables dans le calcul du taux d’intérêt. De plus le taux de référence choisi en octobre est probablement le résultat de la politique accommodante de la BCE qui a contribué à baisser les taux d’emprunts. Néanmoins au long de la période la politique monétaire de la Banque Centrale a continué à avoir des effets positifs sur le coût de l’emprunt pour l’Etat : les titres à court terme, plus sensibles au QE, n’ont pas accusé la même remontée de taux que ceux des OAT sur la période. Les taux des BTFs sont ainsi restés quasiment toujours dans le négatif, permettant à l’Etat de réaliser des économies de 2 milliards d’euros d’intérêt. Les dates de références des taux sont parfois arbitraires (mais toujours dans la fourchette d’octobre 2016) étant donné les manques de données dans l’historique de la Banque de France, et les données non fournies par la BDF nous ont conduit parfois à de légères approximations. Ainsi la marge d’erreur existe mais elle est reste faible.

Afin d’imaginer une réalité comptable parfois difficile à se représenter, les 5,96 milliards d’euros de surcoût budgétaire pour l’Etat correspondent à l’équivalent de 221 844 salaires annuels moyens nets d’impôts dans la fonction publique hospitalière⁴⁸. Ainsi chaque année le budget de l’Etat français sera amputé d’une somme équivalente au salaire annuel moyen de 17 845 fonctionnaires hospitaliers à cause des fluctuations des cours de marchés pendant la période électorale. Soit l’équivalent de 79 450 salaires annuels moyen de personnel hospitalier public sur le quinquennat Macron. Chiffre à rapprocher de la promesse de baisse de postes de la fonction publique faite par M. Macron lors de sa campagne⁴⁹.

Nos estimations basées sur la seule période électorale donnent néanmoins à voir le potentiel de surcoût budgétaire qu’implique le financement exclusif de l’Etat sur le marché. A ce titre le Programme de Stabilité 2017-2020 (annexé au Projet de la Loi Finance de 2017) va dans le même sens en simulant l’impact d’un choc de taux de 1% sur la charge de la dette. Prévoyant ainsi la fin de la politique accommodante de la BCE, le PLF prévoit une remontée des taux dans les années à venir : la charge budgétaire d’une remontée de 1% des taux serait de 2,1 milliard d’euros la première année, puis 4,6 la deuxième et ainsi de suite jusqu’à 15,9 milliards d’euros la huitième année (VALLS et al. 2017, p24).

Ainsi c’est bien toute la possibilité d’une concrétisation de politiques publiques promises dans un programme qui peuvent être empêchées par ces différents « chocs de marchés ».

b. Prégnance de l’opinion du marché dans le débat public

Le débordement du processus d’anticipation du risque politique par le marché à la sphère politique se constate également dans la place que lui donne la presse grands tirages en France pendant les élections. L’opinion de marché eu, dans une certaine mesure, une place dans le débat public des présidentielles. En se concentrant sur les quatre médias de presse les plus lu

⁴⁸ Estimations réalisées sur la base des chiffres de l’INSEE correspondant à l’année 2015 (INSEE 2017). Ce salaire annuel moyen hospitalisé représente 22 880 euros. Il est équivalent au salaire moyen net de la fonction publique d’Etat et est supérieur d’environ 300 euros à celui de la fonction publique territoriale.

⁴⁹ M Macron prévoyait dans son programme la suppression de 120 000 postes dans la fonction publique d’Etat et dans les collectivités territoriales pour son quinquennat. Ce qui correspond plus ou moins au coût budgétaire de l’Etat sur un peu plus de 5 ans (*voir supra pour le comparatif entre le coût des différentes fonctions publiques*).

par les français (selon l'étude One d'AudPresse en 2013, hors quotidiens gratuits) il s'avère que le risque politique de marché a reçu un certain écho dans la presse généraliste d'actualité.

Sur la période du 1^{er} février jusqu'au lendemain du 1^{er} tour (soit 3 mois), *Le Figaro* publie 25 articles ayant attiré aux fluctuations des cours du marché relativement aux préoccupations du risque électoral. *Le Monde* en comptabilise 10, *le Point* et *le Parisien*, quotidien le plus lu en France, en comptabilisent 7 chacun sur la même période⁵⁰.

Les titres – ainsi que leurs contenus - de ces articles sont en général sans équivoques et relayent l'inquiétude des investisseurs de la dette française.

Le 21 avril 2017, deux jours avant le scrutin du premier tour, *Le Figaro* publie trois articles sur le sujet. On en retrouve deux dans la version papier. Un donnant la parole à des investisseurs de la dette française et titrant : « *L'élection attise la tension sur les marchés. La percée de Mélenchon à côté de Marine Le Pen suscite de la nervosité en Bourse et sur les taux d'intérêt.* ». L'autre retraçant une interview d'un économiste de la banque Barclays en titrant « *On assisterait à une panique dès lundi* ». Le troisième se trouve sur le site internet du journal et précise dans la même veine : « *qu'un score meilleur que prévu de Marine Le Pen ou de Jean-Luc Mélenchon pourrait sérieusement ébranler les marchés* ». Quant au Monde il publie le 22 avril un article dans sa version papier titré : « *Présidentielle : les salles de marché en alerte rouge* ».

La presse généraliste donne ainsi tout au long de la campagne la parole aux acteurs des marchés, exposant ainsi leurs inquiétudes vis-à-vis des offres politiques qu'ils jugent « risquées » pour leurs intérêts. Du gestionnaire d'actif au banquier d'affaire en passant par les analystes et aux spécialistes du marché, ceux qui exercent d'habitude sur le marché ont également leurs places dans le débat public⁵¹.

⁵⁰ Cette recension d'article à été réalisé à l'aide du site de recherche en ligne *Europress.com* qui répertorie l'ensemble de la presse européenne. Les mots clés utilisés pour effectuer cette recension ont été : « dette » « marché » « élections ». Un tri a été ensuite effectué pour isoler les articles évoquant spécifiquement les cours du marché de la dette française pendant les élections.

⁵¹ Dans nos articles recensés *Le Monde* donna la parole à : *Christopher Dembik, chez Saxo Banque, Gilles Moec, chez Bank of America ML, Isabelle Mateos y Lago, stratège au BlackRock Investment Institute, Olivier Vigna, directeur des études économiques HSBC France, Bobby Vedral, spécialiste des taux chez Goldman Sachs, Patrick Artus, chez Natixis, UBS Barclays, un banquier londonien, un ancien de Natixis, Allianz et HSBC, Nick Bullman, le fondateur de CheckRisk, un cabinet britannique d'évaluation des risques, les analystes de la banque*

On retiendra aussi que les experts à qui ces quatre journaux ont donné la parole durant ces élections se recoupent plus ou moins sur le même fond idéologique que les acteurs du marché. Sur l'ensemble des articles qui sont ressortis de notre recension trois *think tanks* orientés vers la politique de l'offre ont eu la parole (à plusieurs reprises) contre un d'inspiration plutôt keynésienne (politique de la demande, relance par la dépense publique). Un document de l'Institut de l'entreprise, coordonné par l'ancien président de BNP Paribas Michel Pébereau, est relayé dans *Le Monde* du 16 février 2017 : « *L'Institut de l'entreprise s'alarme du niveau de la dépense publique. Le think tank proche du patronat recommande la réduction de l'intervention de l'Etat* ». Dans le même ordre d'esprit l'Institut Montaigne obtient une place dans le Point du vendredi 7 avril 2017 où il met en doute le sérieux budgétaire des candidats à la présidentielle⁵². La Fondation pour la Recherche sur les Administrations et les Politiques Publiques (*iFrap*) un *think tank* proche *Des Républicains*, obtient une tribune à deux reprises dans *Le Figaro* et à une reprise dans *le Parisien* dans les articles recensés.

« Les baisses de dépenses seront absolument nécessaires pour redresser notre économie (nous avons 10 points de PIB d'écart avec la zone euro). [...] Par ailleurs, c'est sur les dépenses de retraite et de masse salariale de la fonction publique que les économies les plus importantes sont faisables. François Fillon propose d'aligner les retraites publiques et privées et de passer l'âge légal à 65 ans. Emmanuel Macron dit ne pas vouloir faire d'économies sur les retraites et veut supprimer 120.000 postes dans la fonction publique, contre 480.000 postes pour François Fillon... »
(*Le Figaro* – 19 mars 2017)

Natixis, l'agence Bloomberg News Sebastien Galy, analyste à la Deutsche, Paul Lambert, responsable de la gestion devises, Ray Attrill, de la National Australia Bank analystes de Saxo Banque, Daniel Gérino, directeur général de la société de gestion Carlton Sélection, le gestionnaire d'actifs britanniques enderson Global Investors, Philippe Ithurbide, directeur recherche stratégie et analyse d'Amundi, Dorval AM ou encore Edmond de Rothschild AM. Le Figaro à : Martin van Vliet, stratège chez ING, les trois principales agences de notation, Moody's, S&P Global et Fitch, Jean-Michel Six chef économiste chez Standard & Poor's, Skybet, un avocat d'affaires américain, Milan Cutkovic analyste chez AxiTrader, François Villeroy de Galhau, un fonds américain, Stéphane Furet directeur de la gestion chez Dorval Finance, les spécialistes d'Oddo, Mabrouk Chetouane responsable de la stratégie chez BFT IM, Pascale Auclair, directeur général de La Française AM, Jérôme Broustra, chez Axa IM, Éric Brard, responsable mondial gestion taux chez Amundi, Laurent Jacquier-Laforge, responsable des investissements en actions à La Française AM, HSBC, Société Générale, Franklin Pichard, directeur général Kiplink Finance, experts de Mirabaud Securities Genève, Michael Hewson, un analyste de CMC Markets, Vincent Guenzi le stratège de Cholet Dupont, Deutsche AM, le gestionnaire d'actifs belge Candriam, Vincent Juvyns le stratège de JP Morgan AM, Eric Vanraes un gérant obligataire de la banque suisse Eric Sturdza.

⁵² Le Point 7 avril L'impossible équation budgétaire des candidats

« Il y a du gras à tous les étages », résume Agnès Verdier-Molinié (iFrap), qui estime l'excès à 194 000 postes. [Le Parisien – 3 avril 2017]

Sans surprise, les trois autres candidats en lice n'ont pas les faveurs du think-tank, dans la mesure où leurs programmes respectifs sont largement basés sur une hausse importante des dépenses publiques. Chez Le Pen et Mélenchon, qui remettent en cause les règles budgétaires de l'Union européenne, les dépenses publiques s'envolent, dépassant les 60 % du PIB en 2022. Le tout avec un dérapage du déficit, et donc de la dette publique, qui excéderait les 110 % de la richesse nationale. « Une autre force de rappel va cependant jouer : celle des charges d'intérêt sur la dette publique », souligne l'iFrap à propos des deux candidats des extrêmes. De fait, les inquiétudes des marchés financiers feront très probablement grimper les taux d'intérêt sur les obligations d'État françaises si Le Pen ou Mélenchon étaient élus. De quoi les forcer à ne pas mettre en œuvre tout leur programme ? » [Le Figaro.fr – 19 mars 2017]

La pluralité est plus présente en ce qui concerne les économistes à qui la parole a été donné – ou du moins leur vision exposée - dans nos articles recensés. S'il est vrai que de nombreux économistes tels que Marc Touati ou encore ceux des différentes institutions de marché (voir supra), on retiendra concomitamment (mais exclusivement dans *le Monde*) la présence de Jacques Généreux (économiste de Jean Luc Mélenchon), Jacques Sapir, Christian Saint Etienne ou encore Josph Stiglitz (Prix Nobel d'économie) tous recommandant une sortie de l'euro.

Lorsque ce n'est pas la parole des investisseurs ou ceux des experts qui occupe l'espace de l'article, ce sont les journaux eux-mêmes qui reprennent à gré l'anxiété du milieu financier. Au cours de la campagne *Le Point* se révélera certainement le média empruntant le plus cette voie, titrant « *La Politique de la faillite* » à l'égard de la candidature de M Benoit Hamon⁵³ le jeudi 16 mars, « *Les aberrations monétaires de Marine Le Pen* » le vendredi 24 mars ou encore « *Le-Pen Mélenchon les jumeaux de la ruine* » le 15 avril. Sa Une du 16 février restera probablement dans les mémoires :

⁵³ La candidature de M Hamon (*Parti Socialiste*) a très peu retenu l'attention des investisseurs durant cette campagne. C'est pour cela que nous en avons pratiquement pas fait référence. Il apparaît à quelques reprises et semble ne pas recevoir l'assentiment des marchés : que ce soit avec sa politique du revenu universel ou sa volonté de mutualiser les dettes publiques au niveau européen.



Ainsi notre recension (non-exhaustive) de la presse française pendant la campagne électorale démontre que l'inquiétude du marché sur le risque politique ainsi que les jugements de marché quant aux politiques publiques ont reçu un écho plus ou moins explicite dans la presse généraliste. Faisant ainsi prendre toute sa place à la finance dans le débat public. La sanction des taux d'intérêts est présentée comme un cadre inaltérable auquel les politiques publiques – ainsi que les électeurs – doivent se confiner. Ce « rappel à l'ordre »⁵⁴ fixe en quelque sorte l'horizon des possibles économiquement auquel nul ne peut se soustraire.

Et pourtant il apparaît aussi dans le même temps que « l'opinion » de marché constitue un point focal face auquel les différents courants partisans se positionnent. M Jean-Luc Mélenchon se félicitera de « la panique » des marchés à son encontre, montrant selon lui « le

⁵⁴ Le Figaro, « Les investisseurs étrangers s'inquiètent du climat politique en France » : « Le signal envoyé ces derniers jours par les marchés obligataires est un rappel à l'ordre. Car, quel que soit le gagnant de la future élection, sa marge de manœuvre dépendra beaucoup du prix auquel le pays devra emprunter pour financer son budget et, surtout, refinancer sa dette massive. » *vendredi 3 février 2017*

sérieux de son programme ». Marine Le Pen se positionnera face à la finance dans le même ordre d'esprit.

VIII. Conceptualisation des résultats

Ce travail avait pour but de questionner les enjeux des processus démocratiques à l'heure du financement quasi-exclusif de l'Etat sur les marchés. Nous avons fait le pari d'étudier les processus de marchés pendant les élections présidentielles française de 2017. Ceci afin de pouvoir dégager des points de saillance où la communauté politique (électorale) et les acteurs de marchés entreraient en concurrence dans la détermination de l'action publique de l'Etat français.

Notre réflexion s'est appuyée sur le cadre d'analyse de Smith censée s'appliquer originellement aux innovations démocratiques. Nous avons fait l'autre pari de transposer les catégories d'analyses de Smith au processus de marché afin de formuler des hypothèses à partir desquelles il sera possible de répondre à notre problématique. La présente partie entend conceptualiser les résultats obtenus à l'aune de ces catégories d'analyses.

VIII. 1. Les électeurs votent, le marché sanctionne

Afin de renforcer la portée originelle que souhaitait donner ce travail il convient d'analyser premièrement la catégorie du levier d'influence sur l'action publique. La charpente théorique de notre réflexion nous a conduit à un cadre théorique, où l'Etat accusé d'une détermination par le marché à travers le financement de son déficit public simultanément à celle réalisée par les urnes par la communauté politique. Nos résultats ont confirmé cette réalité en lui donnant corps dans la présentation des fluctuations des taux d'emprunts pendant la période électorale de la présidentielle française de 2017.

Ainsi les décisions prises par les investisseurs sur le marché obligataire secondaire ont des conséquences concrètes pour l'action publique en ce qu'elles sont liées au coût auquel l'Etat pourra financer son déficit public sur le marché primaire – et donc *in fine* action publique. Le surcoût budgétaire que nous avons évalué vient alors peser sur le futur des dépenses publiques.

Néanmoins les conséquences budgétaires pour l'Etat ne sont pas immédiates mais réparties dans le temps. Les 10,5 milliards d'euros d'intérêts qui ont été soulevés dans notre recherche sont étalés sur 50 annuités. Ce n'est pas une charge immédiate qui viendrait pressuriser

instantanément l'action publique au moment où la dette est contractée (même cette charge est prise en compte par le législateur et le gouvernement dans les prévisions budgétaires). Cependant ce n'est pas pour autant que le levier serait inexistant. Les 480 millions d'euros (en surcoût d'intérêts lié à la spéculation sur le risque politique) par an d'intérêts dus, représentent autant de ressources en moins pour la mise en place des politiques publiques prévues par les responsables politiques dans leurs programmes. Voici une première preuve d'une concurrence de détermination entre nos différents acteurs : si le corps électoral oriente les politiques publiques de l'Etat, à travers la détermination de la composition de la puissance publique par le vote, le marché en contraint l'application par le levier des finances publiques.

Une autre différence essentielle entre la nature des leviers d'influence de l'action publique entre « le peuple » et le marché résident dans le degré de régularité de leurs décisions contraignantes. Le processus électoral se déroule tous les cinq ans et sa force de contrainte s'opère principalement *ex-post*. La force déterminante de l'électorat consiste essentiellement en son pouvoir de sanctionner le mandat des élus sortant (MANIN 2012), à intervalles régulières sans avoir entre temps les outils institutionnels pour contraindre directement leurs représentants⁵⁵. En ce qui concerne les acteurs du marché, leurs activités sont quotidiennes. De plus la réalité budgétaire de l'Etat l'oblige à emprunter tous les mois, voir toutes les semaines pour sa trésorerie à court terme (à travers les bons du Trésor)⁵⁶. Ainsi l'Etat est confronté de manière permanente à ses créanciers – rendant ses élus plus qu'attentifs aux attentes du marché. De plus les processus décisionnels du marché font que la valorisation du marché s'opère *ex-ante* : le marché sanctionne *à priori* l'action publique, avant même qu'elle ne se réalise. (voir *infra*).

⁵⁵ Il ne faut évidemment pas exclure le fait que le vote pour un programme oriente en quelque sorte l'action de l'Etat. Mais comme nous l'avons vu, aucune force réellement contraignante, à part la sanction du représentant sortant, ne peut garantir l'application du programme. Puis, il ne faut pas oublier que dans un Etat de droit l'opposition a le droit de parole, la rue le droit de manifestation ou encore les salariés le droit de grève. Sans compter la société civile organisée et autres mouvements sociaux présents dans la sphère politique. L'ensemble pesant sur le débat public mais néanmoins de manière indirecte et non-formellement contraignante.

⁵⁶ Le besoin de financement à court terme à représenter plus de deux tiers des emprunts sur la période considérée.

VIII. 2. Régime universel *versus* régime censitaire

Qualifier de concurrentiels deux leviers différents de détermination de l'action publique, présuppose que nos deux communautés soient constituées différemment. En effet si la communauté de marché se superposait au corps électoral alors parler de concurrence de détermination n'aurait plus autant de pertinence⁵⁷.

Le corps politique électoral français se caractérise par le fait qu'il est circonscrit à la population de nationalité française et en âge de voter. Elle est ainsi déterminée par le droit constitutionnel. Le corps du marché obligataire se distingue quant à lui par le fait qu'il est composé en majorité par des opérateurs étrangers. Malgré que l'identification des créanciers de l'Etat soit difficile à réaliser (BUISINE & al. p.102), fin 2016 la Banque de France estimait à 51% la part des titres de la dette française détenue par des étrangers (non-résidents) (Banque de France 2017). Réalité confirmée par les statistiques mensuelles de l'AFT (AFT 2017abc)⁵⁸.

Une autre différence réside dans le fait que les créanciers de l'Etat – et les intervenants sur le marché de la dette française – constituent juridiquement des personnes morales. Alors que les électeurs sont des personnes physiques clairement identifiables, définit dans le droit constitutionnel et donc soumis à ses impératifs dans leurs rapports à la collectivité publique. Les intervenants sur le marché de la dette sont eux des organisations principalement de droit privé qui, en détenant la personnalité juridique, « *se situent par-dessus en entre les juridictions nationales* » de leurs débiteurs (FREITAG 2002, p301). Ceci n'est pas sans poser de problèmes aux Etats débiteurs dans l'identification claire et précise de leurs créanciers, qui pourrait s'avérer importante pour des questions de fiscalités ou de responsabilités juridiques.

Si ces organisations agissent pour leurs propres comptes elles peuvent aussi servir d'intermédiaire pour des particuliers. S'il est vrai qu'une partie non négligeable des créanciers de la France sont des particuliers ayant investi leurs épargnes dans des mutuelles ou des fonds de pension privée, ils n'interviennent pas directement sur le marché de la dette. C'est toujours par l'entremise des multiples intermédiaires financiers tels que les banques privés, fonds de pensions ou autres gestionnaires d'actifs que leurs capitaux détiennent une résonance sur le

⁵⁷ Un argument qui pourrait être avancé à l'égard du Japon dont l'essentielle de sa dette est détenu par ses résidents.

⁵⁸ Fin décembre 2015 l'AFT estimait à 61,9% la détention de la dette négociable par les non-résidents (AFT 2015 rapport annuel)

marché. Nos résultats en témoignent d'une certaine manière puisqu'en définitive les acteurs qui « représentent » la parole du marché (ou des investisseurs pris au sens large) se sont toujours les professionnels du marché et non les « petits » épargnants qui placent leurs épargnes dans une assurance vie ou une épargne pension. Les décisions qui sont prises dans l'enceinte du marché le sont par des acteurs qui en font leurs métiers et ne peuvent représenter ainsi la diversité qu'il pourrait y avoir parmi les investisseurs, et notamment auprès des épargnants français.

Cela dit même en prenant en compte les particuliers dans la communauté des créanciers de l'Etat, ceux-ci sont loin d'épuiser la composition de la communauté politique électorale nationale. Une étude statistique à l'échelle des pays de l'UE de la Banque Centrale Européenne démontre qu'en 2013 seul 1,7% des ménages français détiennent des titres d'Etat (particulièrement des BTF en ce qui concerne les particuliers), 37,5% détiennent une assurance vie ou une épargne pension volontaire et 10,7% détiennent des actifs financiers dans des fonds de placement (BCE 2013, p.22). Selon la même étude 72,5% des détenteurs d'actifs financiers en France se situent dans les 20% les plus aisés de la population en termes de revenu, et 70,9% d'entre eux se situent dans les 20% les plus aisés en terme de patrimoine (*Ibid*, p.28).

Voici probablement la différence fondamentale entre ces deux communautés décisionnelles. L'inclusion au marché est fonction du capital potentiellement investissable (le surplus d'épargne) et donc est réservée aux entités (et indirectement aux particuliers) les plus aisés de la population ; la communauté électorale à l'inverse dispose à travers le vote d'un droit égal à peser sur les décisions, peu importe sa dotation en capital.

Cet élément peut paraître trivial puisque le marché est avant tout un lieu de l'allocation du capital (de l'épargne), il paraît alors logique que ce soient les personnes en surplus d'épargne qui y accèdent. Outre la question de la localisation du créancier qui peut faire débat (BUISINE & al., p.100), il faut rappeler que dans un régime fisco-financier où l'Etat ne dispose plus de la possibilité d'utiliser la monnaie fiscale (création monétaire publique) ou des circuits publics de financement (à l'instar du « *Circuit du Trésor* »), le poids des épargnants privés – ou dans notre cas des investisseurs institutionnels – dans la détermination des ressources de l'Etat est renforcé (LEMOINE 2016 ; THERET 2016b).

C'est d'ailleurs l'occasion de rappeler qu'une partie des acteurs du marché dispose du pouvoir de création monétaire directe. S'il n'a pas été possible de démêler clairement leurs importances dans ce travail, il n'en demeure pas moins que l'achat d'obligation d'Etat par des banques privées – notamment sur marché primaire – correspond à ce que la Banque d'Angleterre dans son *working paper* appelle la création monétaire dans l'économie moderne (MCLEAY et al. 2014, p.4).

En résumé, la communauté de marché est homogène quant à son critère d'inclusion (dotation en capital) mais hétérogène quant à sa localisation et à sa composition (particuliers, organisation disposant de la personne morale de droit privé ou de droit public). A côté de cela, la « communauté politique » est homogène dans son critère d'inclusion et quant à sa localisation et sa composition (le peuple disposant de la nationalité et de l'âge légal) mais hétérogène quant à sa dotation en capital et donc à son accès, simultanément, au marché.

En appliquant *stricto sensu* les catégories de la science politique au marché on peut démêler une opposition entre un régime décisionnel à inclusion indirecte universel et national (la démocratie représentative) à un régime décisionnel à inclusion semi-direct censitaire et international (le marché obligataire)⁵⁹.

⁵⁹ Encore une fois, il faut insister que dans le cadre d'une logique publique de financement les électeurs auraient leurs mots à dire sur la question du financement de l'Etat, sur l'orientation de l'allocation monétaire et du crédit, puisque la politique monétaire de l'Etat serait sous contrôle législatif.

VIII. 3. Rentabilité, spéculations et compétitions

Cette réalité nous conduit à considérer le motif et la modalité à partir desquels se construit le jugement à la base des décisions que prennent les acteurs dans ces deux « communautés ».

En ce qui concerne le motif à la base de l'action de marché, nous le déduisons de la section précédente ainsi que de nos résultats. Ce qui a préoccupé les investisseurs tout au long de la campagne électorale c'est principalement la possibilité que des offres politiques puissent accéder au pouvoir et viennent rogner la rentabilité de leurs investissements, voir mettre en péril le remboursement de leur capital investi. Nous avons vu cela autant sur la question de l'euro – perturbant le marché quant au risque de défaut – que sur la question de la « politique de la demande » ou de l'Etat social – perturbant ici le marché par le risque d'inflation et de hausse des coûts de transaction ou des taux intérêt. Mais nous nous sommes rendus également compte que le risque politique pouvait représenter une opportunité de rentabilité pour les investisseurs : en jouant sur la hausse des taux de rendements ou sur la mauvaise évaluation du risque politique dans les prix des obligations. *In fine* les décisions des investisseurs sont donc absolument déterminées par la logique de la rentabilité financière⁶⁰.

Parallèlement le motif du vote ne peut être autant circonscrit à la préoccupation d'une rentabilité économique – ou d'une rationalité économique. Si nous ne disposons pas de données empiriques pouvant appuyer cet argument, un large champ de la recherche en science politique peut nous aider à aller dans ce sens. Si les questions de rationalité économique (DOWNS 1957) ou d'effet patrimoine (FOUCAULT et al. 2011) sont indéniablement des variables structurants la communauté électorale, celle-ci n'en est pas pour autant réductible aux simples préoccupations économiques⁶¹.

Notre recherche a aussi permis de mettre en lumière les modalités à partir desquelles le jugement des investisseurs se formaient. Cette partie se rapproche plus du sens premier que Smith donne à sa catégorie de « *jugement réfléchi* »

⁶⁰ Il faut noter que les accords internationaux de Bâle (II et III) fixe le capital réglementaire que doivent détenir les banques en proportion de leurs crédits relativement à une pondération des titres selon leurs notation. Les titres publics étant généralement dans les moins risqués cela pourrait expliquer également une partie de la motivation dans l'investissement de titre. (BAUD et al. 2015)

⁶¹ On retiendra notamment l'école de Chicago qui donnent une place prééminente aux valeurs des individus et des groupes sociaux auxquels ils appartiennent. (BERELSON et al. 2002)

Si on part du principe que les investisseurs agissent sur le marché en vue d'une maximisation de leur utilité économique (de leur rentabilité économique) la question était deuxièmement de savoir quelles étaient les modalités de la formation du jugement pour prendre leurs décisions sur le marché : en d'autres termes nous voulions savoir quelles étaient les dynamiques à partir desquelles les acteurs construisent leurs jugements sur ce qui est bon ou mauvais pour leurs investissements.

Ce qui ressort en premier lieu c'est que le marché agit par anticipation d'évènements futurs. Avec le risque politique, nous avons bien vu que les acteurs du marché prenaient des positions dans le présent vis-à-vis d'une situation politique encore non avenue. Au gré de notre enquête nous avons vu que les investisseurs mobilisent tout un arsenal d'outils permettant de probabiliser des évènements incertains – avec la référence permanente aux sondages - ou encore d'actualiser la valeur présente d'une somme qui sera reçue dans le futur en rapport avec ces probabilités⁶². La modalité de l'action de marché est à ce titre grandement spéculative. Le jugement se forme en rapport à un futur incertain, et les actions présentes du marché reflètent donc l'anticipation d'un futur qui a été probabilisé.

Cette valorisation *a priori* d'une valeur financière future de l'Etat ne se déroule cependant pas dans un cadre délibératif ou coopératif. Certes nous avons vu qu'il existait des niches de partage de l'information et de coopération. Ceci notamment avec le rôle de promoteur de la valeur financière de l'Etat qu'entretiennent les spécialistes valeurs trésors lors de leurs échanges avec les acteurs du marché secondaire ; ou encore dans l'abondance des analyses financières et politiques qui circulent dans la sphère du marché (et que produisent notamment les agences de notations). Cependant la production de la valeur financière du titre de la dette pendant l'élection française est plus la résultante d'une lutte compétitive pour avoir le meilleur positionnement sur le marché et maximiser la rentabilité, que d'une coopération ou d'une délibération collective sur la valeur à donner au risque politique.

La question à l'approche du second tour était de savoir quand est-ce qu'il fallait racheter les obligations françaises avant que les autres ne le fassent ; ou encore parier sur le fait que certains investisseurs « sous-évaluaient le risque Le Pen » ou qu'ils le « surévaluaient » afin d'en profiter. A partir de ces croyances se déploient des actions différentes sur le marché,

⁶² Ceci a directement à voir avec le « taux de rendement actuariel » que nous avons longuement commenté dans la présentation des données brutes du marché secondaire.

mais qui visent toutes à maximiser le profit ou à minimiser les pertes. Le résultat est à somme nulle : le but étant de profiter d'une configuration de marché que l'on pense dominer au détriment des autres.

La production de la valeur financière d'Etat peut aussi très bien refléter le positionnement d'acteurs prêts à induire en erreur le marché, afin d'en tirer des gains comme nous avons pu le voir sur la question de la compétition entre les SVTs lors des enchères. Ainsi la valeur d'un titre d'Etat français ne reflète pas forcément un accord raisonnable de tous sur sa valeur, mais plutôt la configuration particulière à un moment donné de positions agrégées et en compétition les unes par rapports aux autres, pour la maximisation de leurs rentabilités respectives. En d'autres termes, la valeur d'un titre ne reflète pas une spéculation collective et délibérative de tous, mais la spéculation des uns sur la spéculation des autres.

« La rationalité du marché financier spéculatif n'est autre que celle du jeu, et dans son principe même, le jeu est une spéculation unilatérale dans l'horizon de laquelle n'entrent que des spéculations des autres joueurs » (FREITAG 2002, p.317)

Cette relation des investisseurs « au marché » nous donne à voir une autre facette de la formation de leurs jugements. A de nombreuses reprises, nous avons vu que si les investisseurs portent leurs regards sur les événements politiques en France pour juger du futur des élections, une grande partie de leurs attentions se porte également sur les actions du marché lui-même. C'est ce que montrent les jeux de croyances vues précédemment, ou encore le fait que certains investisseurs – souvent éloignés géographiquement de la réalité électorale française - percevaient dans la valeur de marché la preuve que le risque politique n'était pas à négliger dans les opérations d'investissements. Mais c'est aussi la manière dont la presse spécialisée en traite : beaucoup d'articles que nous avons recensés déduisaient des cours du marchés un ensemble causes et conséquences à propos des élections présidentielles. La valeur de marché (la cotation, le cours, le taux de rendement actuariel, le *spread*) devient alors une information sur le risque politique, sur le marché, en soi et pour soi.

Cela nous porte à concevoir une autre modalité de la formation du jugement sur le marché : le jugement se construit vis-à-vis du marché lui-même, de manière autoréférentielle. Ceci en considérant que pour certains investisseurs la valeur du marché s'impose à eux comme la réalité de la valeur financière du titre (et par extension de l'Etat). Ce n'est plus alors que de

manière agrégée et individuelle qu'il faut considérer les croyances sur le marché, mais aussi collectivement comme une force motrice qui s'impose aux acteurs, et qui a d'autant plus de force qu'elle se rapporte à l'intérêt partagé de la quête du meilleur rendement :

La force motrice n'est pas du côté des individus mais du côté du marché qui apparaît aux yeux de tous comme la puissance autonome qui mène le jeu. Pour cette raison, chaque investisseur se tourne vers lui et s'efforce d'en percer l'insondable mystère. Il s'agit alors d'évaluer le marché lui-même et non pas la valeur fondamentale des titres [...]. (ORLEANS 2015)

En résumé s'il est possible de concevoir les acteurs du marché comme une communauté d'intérêts poursuivant un même objectif, ils n'agissent pas stricto sensu comme un acteur stratégique sur le marché. Si leurs actions aboutissent à des tendances générales qui reflètent à un certain degré leurs opinions (ou qui sont interprétées comme telles) ce n'est pas pour autant qu'elles procèdent par coalition sur le marché.

Voici un ensemble de procès de formation du jugement qui *a priori* ne semble ne pas correspondre en théorie à ce qu'il devrait se passer en démocratie, du moins en démocratie représentative dans notre cas. En effet l'un des piliers de la démocratie représentative est que le moment électoral est celui d'une délibération commune et universelle entre les différentes sensibilités du corps politique qui précède le vote. Et ceci bien que l'élection constitue également un instant où les vues divergentes sur le bien commun entre en concurrence pour capter des voix. Ceci rejoint l'ensemble des considérations théoriques que nous avons eu en introduction, présentant la démocratie comme un mode de gouvernement où les oppositions se lissent à travers des mécanismes institutionnels délibératifs ou *a minima* représentatifs.

Mais nous ne pouvons pas nous empêcher de relever qu'à de nombreuses reprises les dynamiques de formations du jugement qui précèdent l'épreuve du vote ont quelques similitudes avec les mécanismes décisionnels du marché. Nous pouvons ainsi retrouver l'idée d'un vote qui se construit en fonction de l'anticipation du vote des autres (vote stratégique). Ce qui rejoint aussi la question de l'autoréférentialité avec la prégnance des sondages dans la

démocratie française : les intentions de votes sont des variables avec lesquelles les électeurs composent lorsqu'ils vont voter⁶³.

On ne peut alors s'empêcher de voir dans la pratique contemporaine du vote des relents d'individualisation de l'action démocratique voire même d'autoréférentialité, s'écartant ainsi d'un idéal type de vote suivant la délibération ou d'un vote par adhésion à un « projet de bien commun ».

En résumé nos résultats montrent que le régime décisionnel du marché entre en concurrence avec le régime décisionnel théorique de la démocratie pour ce qui est des motifs et des modalités de formation du jugement. En théorie le régime décisionnel de la démocratie représentative procède par un mécanisme de délibération entre une myriades d'intérêts et de motivations sur la question du bien public avant l'épreuve du vote. Or le régime décisionnel du marché, bien qu'il semble être lissé par les intérêts objectifs communs de ses membres, agit de manière compétitive, selon la rationalité du jeu et selon des modalités autoréférentielles : s'écartant ainsi de toute logique de prise de décision raisonnée en vue d'un but commun. Néanmoins les configurations actuelles des institutions démocratiques en France laissent à penser qu'à certains égards, la modalité de formation du jugement se rapproche de ce qui se passe sur le marché.

VIII. 4. Des opinions en échos ?

Finalement en ce qui concerne le degré auquel les décisions des acteurs débordent leurs sphères respectives d'influence a été également démontré dans nos résultats.

Premièrement le marché attache une importance à l'état de l'opinion des électeurs dans leurs actions. C'est encore une fois au gré des sondages que la prise en compte du risque politique par les investisseurs s'est dévoilé sur le marché. Même si les résultats précédents montrent que le marché peut représenter pour eux la mesure de l'électorat sans que les investisseurs étudient de près le contexte politique.

⁶³ Voir à ce propos les différentes réalités du vote d'adhésion lors des présidentielles.

Réciproquement, la diffusion de la valorisation et des opinions du marché dans les médias généralistes français a démontré que le « marché » a eu toute sa place dans le débat public pendant les élections. Nous avons aussi vu qu'en règle générale la manière dont était présenté la question du marché et de la dette présentait le « risque des taux » et/ou de la dette publique comme un cadre inaltérable à l'action publique avec lequel il fallait composer. Nous précisons ceci puisque d'autres appréhensions de la réalité financière de l'Etat existent au sein des offres politiques concurrentes aux candidatures « *market friendly* », mais surtout au sein de la sphère académique ou de la recherche en économie. Points de vue sur la réalité, qui selon notre recension ont été beaucoup moins mis en avant par la presse généraliste.

Il faut évidemment préciser que nous n'avons pas été en mesure de tester empiriquement l'effet concret d'une telle diffusion sur les électeurs (puisque notre travail s'est concentré sur le marché). Mais on peut par exemple tout à fait supposer que la partie de l'électorat détenant des actifs financiers ont été sensible aux événements du marché (communauté d'intérêt). D'ailleurs on peut supposer l'inverse, comme le fait que M Le Pen ou Mélenchon se soit gargariser de fait que la finance tremblait vis-à-vis de leur candidature. Ce qui potentiellement donne à voir que la structuration de l'opinion peut également se mesurer à l'aune du rapport « au monde financier » ou à la dette publique.

Il y a alors eu une dynamique *d'agenda setting* mais qui ne présuppose absolument pas d'une influence sur des citoyens qui seraient vu comme passifs à l'information qu'on leurs donnent.

IX. Conclusion

Cela fait maintenant plus de 30 ans que l'Etat français solde ses déficits publics et son besoin de trésorerie à court terme par le recours aux financements de marché. Dès les années 60, l'Etat français se détache volontairement de mécanismes publics de financement tel que sa souveraineté monétaire ou encore son circuit économique composé d'entités publiques. Réformes amorcées sur le compte d'une inefficacité de l'Etat dans la sphère économique ou d'une répression de l'épargnant, il n'en demeure pas moins qu'au fil des années ce changement de financement a propulsé les administrations publiques – et donc les contribuables – dans une spirale d'endettement structurelle dont la sortie paraît douloureuse voir improbable à moyen terme.

Mais ce qu'a voulu démêler ce travail c'est surtout le fait que derrière une réalité apparemment froide ou purement comptable se nichent des enjeux proprement politiques. C'est la question même de la démocratie qu'il alors faut repenser ou du moins reformuler en écho aux dynamiques de financiarisation que nos sociétés connaissent. Cela passe à notre sens par la nécessité de redonner du sens au rapport de l'Etat à la monnaie. Cette dernière, trop couramment réduite à des problématiques quantitatives, serait un bien rare à la disposition d'une minorité et dont la distribution ne se jugerait qu'au gré du mérite, de l'efficacité ou de la compétitivité. C'est oublier que fondamentalement la monnaie est également un bien collectif et un bien du collectif. C'est par elle que prennent corps les projets collectifs d'investissement, les structures fonctionnelles de l'Etat qui permettent autant la sécurité, que l'éducation ou la santé d'une collectivité – autant de secteur dont la rentabilité de l'investissement ne peut absolument servir de mesure d'évaluation. La monnaie est un vecteur parmi d'autre – mais si centrale – de concrétisation des choix collectifs sur un avenir collectif – c'est-à-dire de la concrétisation des dynamiques démocratiques elles-mêmes. Puis c'est également rappeler que la monnaie est aussi le fruit de configurations institutionnelles précises qui, avec la forme crédit, ne peut être réduit qu'à sa forme actuelle de monnaie exclusivement de source privée.

Qu'en est-il alors de la démocratie (représentative) au moment où l'allocation et la création monétaire est du ressort quasi exclusif des marchés financiers et des banques privés ?

Comment les projets décidés collectivement peuvent prendre corps si les outils publics de financements font partie du passé ? C'est de près ou de loin ces questions qui ont guidées notre recherche.

Notre travail a montré que ce cadre de financement de l'action public porte en lui les traces d'une mise en concurrence de la détermination démocratique de l'action publique. En étudiant le régime décisionnel du marché de la dette française nous avons voulu éclaircir la manière dont les contraintes de financement pour la collectivité politique se mettaient en place – et de quelle manière - au moment où simultanément celle-ci se prononçait sur la détermination de l'action publique par les urnes.

Indéniablement ce que nous avons observé c'est que les acteurs du marché constituent une communauté d'intérêt portée sur la rentabilité de leurs investissements. Ceci s'est particulièrement démarqué au cours de ce cycle électoral quand, comme un seul homme, les investisseurs institutionnels se sont positionnés – du moins dans leurs discours - à l'encontre de certaines offres politiques. Alors que le peuple français s'est révélé particulièrement clivé lors de ces élections, le consensus du marché sur le type de politique publique que devrait mener l'Etat ne fait aucuns doutes.

Or ce qu'a révélé notre travail c'est le potentiel contraignant du marché à l'encontre des choix démocratiques posés dans le processus représentatif. Alors qu'une large frange de l'électorat français se prononçait en faveur d'offres politiques qui prévoyaient notamment un renforcement du rôle de l'Etat dans l'économie ou encore dans la remise en cause du cadre économique européen libéral, la sanction des taux d'intérêts a été immédiate – avant même le résultat des élections. L'angoisse des acteurs financiers de voir se profiler une structure politique remettant en cause leurs intérêts, a provoqué un surcoût budgétaire impressionnant pour l'Etat en l'espace de quelques mois. L'issue de cette élection a été favorable aux attentes du marché, mais cet épisode de remontée des taux sur le marché secondaire nous donne à voir du potentiel de contrainte que représente le marché en cas d'un scénario différent. Plus généralement il montre que les actions des Etats sont scrutés et sanctionnés, et qu'une déviation de l'action publique hors des clous fixés par le marché entrainerait dans un rappel à l'ordre par les taux.

Cette communauté d'intérêt raisonne de la même manière, mais ce n'est pas pour autant que ses prises de positions concrètes sur le marché soient accordées. Certes des croyances communes aboutissent à des positions de valorisations tendanciuellement communes sur le marché – reflétant dans notre cas l'appréhension vis-à-vis du risque politique. Mais notre recherche a démontrée que les acteurs n'ont pas vocation à produire collectivement la valeur financière des titres, mais que celle-ci se déduit d'un ensemble d'actions atomisés qui visent en premier lieu à maximiser la rentabilité individuelle par rapports à celle des autres. Ainsi il est impossible de démêlée dans les actions du marché ce qui relève de la « spéculation raisonnée » sur le risque politique de ce qui relève d'effets de croyances autoalimentés par la valeur du marché lui-même ou encore d'actions portées par les mécanismes compétitifs du jeu. La valeur financière de l'Etat sur le marché peut refléter alors autant la convergence des intérêts envers la valorisation du risque politique que de résulter de paris, d'effets d'entraînement ou encore de la compétition. Dès lors se pose une problématique pour la démocratie qui est celle de considérer qu'une partie non-négligeable des marges de manœuvres de l'Etat soit déterminé par une entité dont le régime décisionnel relève d'une dynamique spéculative portée sur elle-même dont le seul horizon est celui de la rentabilité individuelle du capital. Cette réalité évacue tous les présupposés du régime décisionnel de la démocratie fondé sur le principe la délibération – voir de la confrontation – raisonnée de tous en vue de la poursuite d'un bien commun.

Enfin nous avons rappelé que la communauté de marché ne se superposait à la communauté constitutionnelle nationale. Ainsi dans le cadre de ce type de financement, la collectivité nationale est mise en dehors des déterminations monétaires de l'Etat, sauf à disposer d'assez de capital pour se faire.

Cet ensemble de réalités contemporaines met grandement en doute l'effectivité des processus contemporains de représentation et plaide pour mise à plat des moyens alternatifs de financement public. Au regard des présupposés démocratiques que se fixent les Etats de l'Union, la contrainte qu'exerce le marché sur les concrétisations des choix démocratiques est problématique. Ceci d'autant plus lorsqu'il existe une divergence d'opinion entre ces deux communautés (du moins entre celle du marché et celle d'une large partie de la communauté électorale) et encore plus lorsque la dynamique globale de la prise des décisions peut s'avérer « *irrationnelle vis-à-vis de toute finalité humaine* » (FREITAG 2002). Si la promesse de la

démocratie, au sens large, est celle qu'une communauté puisse souverainement décider de son destin, le marché financier dans le cadre de la financiarisation du financement de l'Etat opère comme un « *tiers intrus au contrat* » démocratique (LORDON 2014), autant par sa composition, ses modalités et motifs d'action que par son levier contraignant.

Voici certainement un ensemble de raisons qui peuvent pousser à la désertion politique mais aussi à une dynamique globale de monnaies alternatives et complémentaires dont les enjeux sont ceux d'une allocation monétaire à l'économie selon des modalités collectives, démocratiques et sur un autre plan que celui seul de la rentabilité individualiste du capital.

Plus globalement cela renvoi à tout un ensemble de réflexions, dans les mouvements sociaux voir même dans le milieu académique, pour rééquiper monétairement le domaine public quant à son financement. Dans une économie mixte où le secteur public remplit des missions de solidarité, de redistribution ou encore la mise en place de projet d'avenir pour le collectif en correspondance avec ce qui se joue dans la cité, il paraît nécessaire que l'existence et la reproduction de telles missions soient déterminées par un mode d'allocation monétaire qui ne dépende pas exclusivement de la sphère financière de l'accumulation.

Bibliographie

MONOGRAPHIES

- AGLIETTA, Michel et ORLÉAN, André, 1998. *La monnaie souveraine*. Odile Jacob.
- ALARY, Pierre, BLANC, Jérôme, DESMEDT, Ludovic et THÉRET, Bruno, 2016. *Théories françaises de la monnaie*. Puf.
- BASLÉ, Maurice, 2012. *Le budget de l'État*. La découverte 7e. Repères.
- BERELSON, Bernard R, LAZARSFELD, Paul F. et MC PHEE, William N., 2002. *Voting. A study of Opinion Formation in a Presidential Campaign*. The University Of Chicago Press.
- BERNHARD, William et LEBLANG, David, 2006. *Democratic processes and financial markets: prining politics*. Cambridge University Press.
- BRAUDEL, Fernand, 2014. *La Dynamique du Capitalisme*. réédition. Champs Histoire.
- COUPPEY-SOUBEYRAN, Jézabel, 2015. *Monnaie, banques, finance*. Puf. Quadrige manuels.
- DERTHICK, Martha et QUIRK, Paul, 1985. *The Politics of Deregulation*. Brookings. Washington.
- DOWNS, Anthony, 1957. *An economic theory of democracy*.
- FERRERAS, Isabelle, 2012. *Gouverner le capitalisme?* Puf.
- FREITAG, Michel, 2002. *L'oubli de la société. Pour une théorie critique de la postmodernité*. Les Presses de l'Université Laval. Sociologie contemporaine.
- GUILBERT, Thierry, 2011. *L'« évidence » du discours néolibéral. Analyse dans la presse écrite*. Editions du Croquant. Savoir/Agir.
- HELD, David, 2006. *Models of Democracy*. troisième. Polity Press.
- KNOEPFEL, Peter, LARRUE, Corinne, VARONE, Frédéric et SAVARD, Jean-François, 2015. *Analyse et pilotage des politiques publiques: France, Suisse, Canada*. 1. Presses de l'Université du Québec.
- LEMOINE, Benjamin, 2016. *L'ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'Etat et la prospérité du marché*. La Découverte.
- LORDON, Frédéric, 2014. *La Malfaçon. Monnaie européenne et souveraineté démocratique*. Les Liens qui Libèrent.
- MANIN, Bernard, 2012. *Principes du gouvernement représentatif*. 3. Flammarion. Champs essai.
- ORLÉAN, André, 2011. *L'Empire de la valeur*. Seuil. La couleur des idées.
- POLANYI, Karl, 1983. *La Grande Transformation*. Gallimard. Tel.

STREECK, Wolfgang, 2014. *Du temps acheté. La crise sans cesse ajournée du capitalisme démocratique*. Editions Gallimard. NRF Essais.

THÉRET, Bruno, 1992. *Régimes économiques de l'ordre politique*. Puf. Economie en liberté.

VAN REYBROUCK, David, 2013. *Contre les élections*. Babel essai.

CHAPITRES DE LIVRE

CORIAT, Benjamin, 2006. Moves toward finance-led capitalism: the French case. In : *The Hardship of Nations. Exploring the Paths of Modern Capitalism*. New horizons in institutional and evolutionary economics. Edward Elgar Publishing. pp. 69-98.

DUTRAIVE, Véronique et THÉRET, Bruno, [sans date]. Souveraineté politique et souveraineté monétaire: l'apport de John R. Commons. In : .

FREITAG, Michel, 2016. Les mutations de la démocratie. In : *Formes de la société volume 1: Genèse du politique*. Montréal : Liber. pp. 271-321.

SMITH, Graham, 2009. Studying democratic innovations: an analytical framework. In : *Democratic innovations*. Cambridge University Press.

THÉRET, Bruno, 2016. Les trois états de la monnaie. Approche interdisciplinaire du fait monétaire. In : ALARY, Pierre, BLANC, Jérôme, DESMEDT, Ludovic et THÉRET, Bruno, *Théories françaises de la monnaie*. Puf.

ARTICLES DE REVUE

BAUD, Céline et CHIAPELLO, Eve, 2015. Comment les firmes se financiarisent : sous le marché, les règles ? Le cas de la financiarisation du crédit bancaire. *Revue Française de Sociologie*. 2015. Vol. 56, n° 3, pp. 439-468.

COCCIA, Mario, 2016. Asymmetric paths of public debts and of general government deficits accross countries within and outside the European monetary unification and economic policy of debt dissolution. *The Journal Of Economic Asymmetries* [en ligne]. 2016. Disponible à l'adresse : <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeca.2016.10.003>

DEFLANDRE, Nicolas, 2014. Un régime démocratique est toujours associé à des formes d'imposition. *Altern. économiques*. avril 2014. Vol. L'Economie politiques, n° 64, pp. 6-13.

FASTENRATH, Florian, SCHWAN, Michael et TRAMPUSCH, Christine, 2016. Where states and markets meets : the financialisation of sovereign debt management. *New Political Economy*. 2016. DOI 10.1080/13563467.2017.1232708.

FOUCAULT, Martial, NADEAU, Richard et LEWIS-BECK, Michael S., 2011. La Persistance de l'effet patrimoine lors des élections présidentielles françaises. *Presses de Science Po (P.F.N.S.P)*. avril 2011. Vol. 61, pp. 659-680.

GAVA, Jean-François, 2001. L'école de la régulation « première période ». Introduction en forme d'invitation à un retour. *Les Temps Modernes*. avril 2001. N° 615-616, pp. 301-320.

GRAEBER, David, 2005. La démocratie des interstices. Que reste-t-il de l'idéal démocratique ? *Revue du MAUSS*. février 2005. N° 26, pp. 41-89.

LORDON, Frédéric et ORLÉAN, André, 2016. Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie: le modèle de la potentia multitudinis. . juin 2016.

MANIN, Bernard, 1985. Volonté générale ou délibération? Esquisse d'une théorie de la délibération politique. *Gallimard « Le Débat »*. janvier 1985. N° 33, pp. 72-94.

ORLÉAN, André, [sans date]. La valeur économique comme fait social : la preuve par les évaluations boursières. *Revue de la régulation*. Vol. Contestations monétaires. Une économie politique de la monnaie., n° 18, pp. automne 2015.

RAMAUX, Christophe, 2012. Persistance de l'Etat social et centralité de la politique économique. *European Journal of Economic and Social Systems*. décembre 2012. Vol. 25, n° 1-2, pp. 113-126.

THÉRET, Bruno, 2013. Dettes et crise de confiance dans l'euro: analyse et voies possibles de sortie par le haut. *Revue Française de Socio-Economie*. février 2013. N° 12, pp. 91-124.

THÉRET, Bruno, 2016. Dette publique et auto-répression monétaire des Etats. *Dettes publiques/finances publiques*. janvier 2016. N° 35.

RAPPORTS OFFICIELS

320: *Bulletin Mensuel*, 2017a. . Agence France Trésor.

321: *Bulletin Mensuel*, 2017b. . Agence France Trésor.

322: *Bulletin Mensuel*, 2017c. . Agence France Trésor.

323: *Bulletin Mensuel*, 2017d. . Agence France Trésor.

BUISINE, Jean-Claude, GORGES, Jean-Pierre et SANSU, Nicolas, 2016. 3936: *Conclusion des travaux de la mission d'évaluation et de contrôle (MEC) sur la gestion et la transparence de la dette publique*. Rapport d'information. Présidence de l'Assemblée nationale : Commission des finances, Assemblée nationale.

Emission et détention de titres français au 31 décembre 2016, 2017. Banque de France.

MCLEAY, Michael, RADIA, Amar et THOMAS, Ryland, 2014. *Money creation in the modern economy*. Quarterly Bulletin. Bank's Monetary Analysis Directorate - Bank Of England.

Salaires dans la fonction publique, 2017. [en ligne]. INSEE. Disponible à l'adresse : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2569352?sommaire=2587886>

Rapport d'activité 2015, 2015. Agence France Trésor.

Truth Committee on Public Debt, et BANTEKAS et al, 2015. « Preliminary report », Greece : Hellenic Parliament, 2015.

VALLS, Manuel, SAPIN, Michel et ECKERT, Christian, 2014. 2234: *Projet de loi de finances pour 2015*. Assemblée Nationale.

VALLS, Manuel, SAPIN, Michel et ECKERT, Christian, 2016. 4061: *Projet de loi de finances pour 2017*. Assemblée Nationale.

ARTICLES D'ONG

HERCELIN, Nicolas, 2017. La dépendance de la Belgique aux marchés financiers : on en parle quand? *Comité pour l'Abolition des Dettes Illégitimes* [en ligne]. janvier 2017. Disponible à l'adresse : cadtm.org

ARTICLES DE PRESSE SPECIALISÉE

ALLEN, Kate et BLITZ, Roger, 2017. Volatility thrives on hopes for French outsiders. *Financial Times*. 19 avril 2017. pp. 26.

BLITZ, Roger, 2017. French elections trigger euro jitters. *Financial Times*. 13 avril 2017. pp. 22.

BRUNSDEN, Jim et MEHREEN, Khan, 2017. Paris on course to breach EU budget rules as spending increases. *Financial Times*. 14 février 2017.

DIZARD, John, 2017. Delusional lawyering won't save European bonds. *Financial Times*. 27 février 2017. pp. 9.

EDITORIAL COMMENT, 2017. Le Pen's siren call to the French people. *Financial Times*. 7 février 2017. pp. 8.

Fillon « fake jobs » scandal shakes French bonds as Le Pen fears rise, 2017. *Financial Times*. 7 février 2017

FR REPORTERS, 2017. Test of nerve awaits investors in second quarter. *Financial Times*. 4 avril 2017.

HALE, Thomas, 2017. Buyers of French debt run for cover. *Financial Times*. 1 mars 2017. pp. 22.

JENKINS, Patrick, 2017. Bank investors ignore the risk of a Le Pen "Lehamn Moment". *Financial Times*. 21 mars 2017. pp. 14.

JOHNSON, Miles, 2017. Short view. *Financial Times*. 6 avril 2017. pp. 11.

JONES, Claire, 2017. ECB dashes hopes of end to negative rates. *Financial Times*. 7 avril 2017. pp. 4.

KHAN, Mehreen et HALE, Thomas, 2017. French bonds pressure eases after Macron lift. *Financial Times*. 22 février 2017. pp. 24.

LEWIS, Leo, 2017. French elections test Japanese resolve. *Financial Times*. 14 mars 2017. pp. 22.

Macron woos expats with vision of better France, 2017. *Financial Times*. 22 février 2017

MCCRUM, Dan, 2017. French bonds pinched by election and the ECB. *Financial Times*. 7 février 2017.

MEHREEN, Khan et SAMSON, Adam, 2017. Yield on French bonds hits month low (Mehreen Khan and Adam Samson, Markets & investing, p24). *Financial Times*. 28 février 2017. pp. 24.

MOORE, Elaine, MCCRUM, Dan et FORTADO, Lindsay, 2017. French bond trading soars as fear of populist wave drives investors. *Financial Times*. 17 février 2017. pp. Une.

PORZECANSKI, Katia, 2017. Tepper's Betting Both Sides of the French Election. *Bloomberg.com*. 15 mars 2017.

SHELLOCK, Dave, 2017. Bourses and euro hover as bonds register growing investor anxiety (Dave Sherlock p20). *Financial Times*. 21 février 2017. pp. 20.

STOTHARD, Michael et KHAN, Mehreen, 2017. Mélenchon poll gains spook investors. *Financial Times*. 12 avril 2017. pp. 2.

STOTHARD, Michael, 2017a. Spring arrives for Mélenchon's far-left crusade, populist reaps reward for rage against high finance and EU during innovative campaign. *Financial Times*. 5 avril 2017. pp. 2.

STOTHARD, Michael, 2017b. Le Pen vows to stamp out uncontrolled' immigration. *Financial Times*. 6 février 2017.

STOTHARD, Michael, 2017c. Le Pen plan to redenominate debt into francs threatens huge default. *Financial Times*. 10 février 2017. pp. 3.

STOTHARD, Michael, 2017d. Rivals make hay while Fillon's farm reboot ends in turmoil. *Financial Times*. 1 mars 2017. pp. 4.

STOTHARD, Michael, 2017e. Le Pen pledge to hold « Frexit » referendum faces daunting constitutional hurdles. *Financial Times*. 15 mars 2017. pp. 3.

WIGGLESWORTH, Robin et MOORE, Elaine, 2017. Eurozone bond fine print scrutinised. *Financial Times*. 8 février 2017. pp. 20.

ARTICLES DE PRESSE GÉNÉRALISTE

BODESCOT, Anne, 2017a. L'avance d'un candidat proeuropéen rassure les marchés. . n°22615. 25 avril 2017.

BODESCOT, Anne, 2017b. L'élection attise la tension sur les marchés. La percée de Mélenchon à côté de Marine Le Pen suscite de la nervosité en Bourse et sur les taux d'intérêt. *Le Figaro*. 21 avril 2017. pp. 3.

CHAPERON, Isabelle, 2017. Présidentielle : les salles de marché en alerte rouge. Avant le scrutin du 23 avril, tous les scénarios et leurs conséquences sont scrutés par les experts financiers. *Le Monde*. 22 avril 2017. pp. 3.

CHARREL, Marie, 2017a. L'élection présidentielle française inquiète les investisseurs étrangers. L'écart entre les taux français et allemand augmente. Mais il n'y a pas de raison de paniquer. *Le Monde*. 4 février 2017.

CHARREL, Marie, 2017b. « Le retour au franc ne serait pas synonyme d'une souveraineté monétaire retrouvée ». *Le Monde.fr*. 28 février 2017.

CROUZEL, Cécile, 2017. «Les candidats qui réduisent la dette publique obtiennent la meilleure croissance». INTERVIEW - Agnès Verdier-Molinié, directrice de l'iFRAP, alerte sur les dangers des projets Le Pen, Mélenchon et Hamon. *Le Figaro.fr*. 19 mars 2017.

DELHOMMAIS, Pierre-Antoine, 2017a. Delhommais - Les aberrations monétaires de Marine Le Pen. La patronne du FN affirme que, si elle est élue, les taux d'intérêt ne remonteront pas, en dépit d'une inflation plus élevée et d'une monnaie dévaluée. *Le Point.fr*. 24 mars 2017.

DELHOMMAIS, Pierre-Antoine, 2017b. Le Pen-Mélenchon, les jumeaux de la ruine. *Le Point.fr*. 15 avril 2017.

LES GRACQUES, 2017. La politique de la faillite. Alerte. Benoît Hamon envisage de renégocier la dette française. Un désastre annoncé, selon le collectif de réformistes de gauche. *Le Point*. 2323. 16 mars 2017. pp. 38.

MALHÈRE, Manon, 2017. « On assisterait à une panique dès lundi » PHILIPPE GUDIN est économiste en chef de Barclays en charge de l'Europe, du Moyen-Orient et de l'Afrique. *Le Figaro*. 21 avril 2017. pp. 2.

ROGER, Patrick, 2017. L'Institut de l'entreprise s'alarme du niveau de la dépense publique. Le think tank proche du patronat recommande la réduction de l'intervention de l'Etat. *Le Monde*. 16 février 2017. pp. 10.

ROUSSEAU, Hervé, 2017a. Comment les professionnels des marchés se préparent au scrutin de dimanche. *Le Figaro.fr*. 21 avril 2017.

ROUSSEAU, Hervé, 2017b. Les marchés rassurés par le discours de François Fillon. . *Le Figaro.fr*. 1 mars 2017.

VIGNAUD, Marc, 2017a. L'impossible équation budgétaire des candidats. L'Institut Montaigne s'est penché sur le chiffrage des programmes. François Fillon et Emmanuel Macron n'échappent pas aux critiques. *Le Point.fr*. 7 avril 2017.

VIGNAUD, Marc, 2017b. Pourquoi les marchés ont salué le succès de Macron. Les investisseurs parient désormais sur la victoire du candidat d'En marche ! au second tour, et donc sur la survie de la zone euro. *Le Point.fr*. 25 avril 2017.

PODCAST

GESBERT, Olivia, 2017. Frédéric Lordon, la concurrence des souverainistes. . [Podcast]. France Culture, 24 mars 2017.

Annexe explicative et analytique : la dette publique et la dépendance structurelle de l'Etat français aux marchés financiers

L'ensemble des données présentées dans cette annexe sont tirées du Projet de Loi Finance de 2015 (VALLS et al. 2015), du rapport annuel de l'Agence France Trésor portant sur l'année 2015 ainsi que du Rapport d'information de la Commission des finances de l'Assemblée nationale sur la conclusion des travaux de la mission d'évaluation et de contrôle (MEC) sur la gestion et la transparence de la dette publique de 2016 (BUISINE et al. 2016).

Au 31 décembre 2015 la dette publique brute de l'ensemble des administrations publiques françaises atteint 2 096,9 milliards d'euros (dont 79% correspondant à celle de l'Etat). Cela correspond à 96,1% du PIB pour l'année 2015 (BUISINE et al. 2016, pp.15-16).

A vrai dire les données du stock de la dette publique ne sont pas les plus parlantes pour se rendre compte de la situation financière de l'Etat français. Pour en avoir une idée plus nette il faut aller voir du côté des flux.

En 2015 les dépenses de fonctionnement de l'Etat français s'élèvent à 350,7 milliards d'euros. Les recettes de fonctionnements atteignent quant à elles 292,2 milliards d'euros donnant ainsi un déficit de fonctionnement de 58,5 milliards d'euros. Or est comptabilisée dans les dépenses de fonctionnement de l'Etat la charge nette de la dette : c'est-à-dire les intérêts annuels dû par l'Etat pour le compte des emprunts réalisés dans le passé. Premier chiffre frappant, les charges d'intérêts sont en 2015 de 44,3 milliards d'euros. Ce qui représente 75% du déficit budgétaire de fonctionnement de l'Etat (ou encore 100% des dotations aux collectivités locales, plus que le budget de la défense et quasiment celui de l'éducation nationale). (VALLS et al. 2014, p.190)

Pour apprécier la réalité financière de l'Etat il faut également prendre en compte les dépenses et recettes d'investissements. Cette section correspond au solde général des finances de l'Etat. Du côté dépenses on retrouvent l'ensemble des besoins de financement de l'Etat, c'est-à-dire ce qu'il n'est pas en mesure de financer par l'impôt. Ces besoins de financement correspondent aux dépenses générales d'investissement (15,9 milliards d'euros en 2015) ainsi que le déficit de la section fonctionnement (58,5 milliards). Mais c'est aussi dans cette section que se retrouve l'ensemble des prêts souscrit dans le passé par l'Etat et qui arrivent à échéances au cours de l'année (amortissement de la dette) : en d'autres

termes le capital emprunté qu'il faut maintenant rembourser. En 2015 ce remboursement d'emprunt atteint 119,6 milliards d'euros. Ainsi en 2015 les besoins de financement ou encore le déficit réel des finances de l'Etat est de 201,6 milliards d'euros (i.e. dépenses d'investissement + déficit de fonctionnement + dépenses d'opérations financière composé à plus de 90% de remboursement d'emprunts arrivés à maturités). (VALLS et al. 2014, p.190)

Etant donné l'impossibilité légale de monétiser ces besoins (monnaie fiscale) et l'abandon du circuit du Trésor, il reste en théorie l'impôt : mais les besoins de financement de l'Etat représentent quasiment 70% des recettes fiscales annuelles ! A moins d'une cure d'austérité sans précédent ou d'une dilapidation du patrimoine de l'Etat cela est impossible. Il ne reste plus que le recours aux emprunts. S'il est vrai qu'une maigre partie de ces besoins est financé par cession de patrimoine public (5 milliards d'euros en 2015), la majorité se finance par émission de titre de dette à moyen et long terme sur le marché, soit 196,6 milliards d'euro en 2015. (VALLS et al. 2014, p.190). En effet l'ensemble des besoins de financement de l'Etat – son déficit et ses amortissements d'emprunts – se finance à plus de 90% par de nouvelles émissions. (AFT 2015, p58)

Deux commentaires s'imposent. Premièrement la charge des intérêts participe à la production d'un déficit budgétaire que l'on pourrait même qualifier de structurel. Cela s'explique principalement par le fait que l'Etat subit les taux de marché et qu'il est alors difficile de le faire correspondre aux réalités de la croissance économique. En effet si le différentiel entre le taux de croissance (synonyme de rentrée fiscales) et le taux d'intérêt est négatif, la charge de la dette s'alourdit par accumulation des intérêts dont le remboursement doit être étalé aux années suivantes. C'est l'effet boule de neige. Or les taux de marchés ont constamment été supérieurs au taux de croissance entre 1999 et 2014, contribuant à alourdir le poids de la dette publique, donc la charge en intérêt et donc la dégradation des finances publiques. (BUISINE et al. 2016, pp. 30-38 et p.132).

Deuxièmement, ce cercle vicieux à des conséquences sur le stock de la dette. L'Etat français est – à l'instar de nombreux pays européens⁶⁴ - dans l'incapacité de rembourser sa dette par

⁶⁴ C'est le cas par exemple de la Belgique (HERCELIN 2017) mais de manière beaucoup plus prononcé de la Grèce (BANTEKAS et al. 2015) ainsi que de nombreux états européens (*op. cit.*)

ses ressources propres⁶⁵. Entre 2007 et 2010 les volumes remboursements d'emprunts progressent de manière continue. Ils passent de 69 à 110,1 milliards d'euros par an, et de 82,9 à 116,4 milliards d'euros entre 2010 et 2015. (AFT 2015, p.52) Ces montants ont été quasi-entièrement financés par de nouveaux emprunts sur le marché chaque année (AFT 2015, p.58). C'est ce qu'on nomme le roulement de la dette : soit l'obligation de recourir au marché pour rembourser les emprunts du passé.

Ces deux mécanismes conduisent à une augmentation de la dette publique sur le long terme (AFT p.52) : en effet le roulement de la dette n'efface aucuns des stocks remboursés puisqu'ils sont réempruntés à chaque échéances, et l'effet boule de neige fait accroître la charge de la dette et donc les besoins de financement à travers la hausse du déficit budgétaire (consolidation de la dette). Ainsi malgré les taux négatifs permis par la BCE depuis la mise en place des mesures non-conventionnelles, la dette française n'a pas reculée mais a au contraire progressée⁶⁶.

Mais cela démontre surtout que dans le cadre institutionnel actuel, l'Etat français est dépendant structurellement du financement par le marché, et donc des investisseurs en tout genre, puisque le recours à l'emprunt est le seul moyen légal à sa disposition pour dégager autant de ressources. De ce qui se passe sur le marché dépend sa stabilité financière (une brutale remontée de taux peut accroître la charge d'intérêt de manière spectaculaire [PLF 2017, p.24]) ainsi que sa situation au sein des traités budgétaires européens.

Cette réalité donne tout son sens au travail entrepris ici tant en l'état actuel des institutions l'Etat ne peut faire sans le marché⁶⁷.

⁶⁵ Cette réalité fait ainsi douter de la possibilité à moyen long terme de rembourser la dette seulement par des mesures d'austérité.

⁶⁶ Cette progression peut aussi s'expliquer par le fait que la BCE n'achète pas directement les titres de la dette aux Etats, mais qu'elle passe toujours par le marché. D'autre part elle s'explique aussi par la contraction des recettes fiscales de l'Etat français sur le temps long (évasion fiscale, concurrence fiscale et dépenses fiscales), une hausse globale des dépenses publiques (mais qui diminuent en proportion du PIB) ainsi que par les sauvetages bancaires de la crise de 2008 (BUISINE et al. 2016, pp.17-26).

⁶⁷ Il faut noter que la réalité de la dépendance au marché est encore plus salée pour le budget puisque les chiffres repris ici ne concerne que la dette de moyen-long terme. Les emprunts de court terme représentent entre 10 et 20% du volume des émissions de dette.

Annexe explicative : explicitation du mécanisme d'emprunt obligataire et du taux de marché.

Le processus par lequel l'Etat français – à l'instar d'une majorité d'autre pays aujourd'hui – emprunte sur les marchés se nomme l'adjudication à la hollandaise⁶⁸. Celui-ci consiste en une mise aux enchères d'un volume que souhaite emprunter l'Etat qui se déroule de manière concurrentielle entre les différents Spécialistes Valeurs Trésor. Il se déroule comme il suit. L'Etat, à travers l'Agence France Trésor, annonce un montant qu'il souhaite emprunter ainsi que son coupon (c'est-à-dire le taux d'intérêt fixe, nominal ou facial, qui rémunérera le détenteur du titre tout au long de sa vie) ainsi que sa maturité. Une fois cette annonce faite, les SVTs enchérissent chacun de leurs côtés sur le volume et au prix (exprimé en pourcentage du nominal) auxquels ils souhaitent acheter pendant quelques jours. A la date de clôture des enchères l'AFT retient les offres les plus avantageuses pour l'Etat : c'est-à-dire celle au prix le plus élevé pour les investisseurs.

Prenons l'exemple de l'OAT 0.5% 25 mai 2026 émise le 7 mars 2016. Le résultat de l'adjudication a donné un prix moyen pondéré de 98.69%. Cela veut dire que pour un titre de valeur 100 euros rémunérant 0.5% par ans (soit 0.5 ct par ans), son prix d'émission réel a été de 98.69 euros. Si le prix diffère, la rémunération est elle fixée sur une base 100 (annoncé par l'Etat). Ainsi au prix de 98.69 euros un titre rémunérant 0.5% de 100 (0.5 ct par ans) donne un taux moyen pondéré (ou taux réellement payé par l'Etat) de 0.63%. L'opération a été plus chère que prévu par l'Etat français : on parle ici de prime d'émission. A l'inverse, si le prix d'émission est supérieur au nominal, l'Etat français emprunte réellement moins cher. Sur la même OAT à un prix d'émission de 100.65%, le taux moyen pondéré est de 0.49%.

Une fois ces titres émis auprès des opérateurs agréés (les SVTs) ces derniers ne gardent pas l'entière des titres nouvellement émis dans leurs bilans⁶⁹. Leurs but – et leur rôle – à terme est de diffuser (de vendre) ces titres auprès des multiples investisseurs qui sont à la recherche

⁶⁸ http://www.aft.gouv.fr/articles/calendrier-annuel-d-adjudication_308_lng1.html

⁶⁹ Il faut noter qu'ils en gardent néanmoins une partie dans leurs bilans pour des raisons juridiques. En effet les accords de Bâle III (ainsi que les licences bancaires européennes et nationales) ont établi que la capacité de crédit des banques à l'économie serait fonction de titre AAA d'Etat dans leurs bilans (BAUD 2015).

de titres souverains⁷⁰. C'est alors qu'ils opèrent sur le marché secondaire à la recherche d'acheteurs. Une fois passé la porte du marché du neuf, les titres de créance de la dette française (mais comme les autres pays) se trouvent alors en circulation sur le marché secondaire et peuvent être vendus et achetés plusieurs fois dans l'année, et même plusieurs fois par jour⁷¹.

Etant donné que les titres s'échangent régulièrement sur le marché leurs valeurs fluctuent au rythme des achats et des ventes des acteurs du marché. Un détenteur d'obligation d'Etat souhaitant vendre son titre présente alors au marché une fourchette de prix auquel il accepte de vendre (exprimé en pourcentage du nominal). L'opération de vente se déroulera si, dans le même temps, un acheteur potentiel se retrouve dans cette fourchette qu'il aura *a priori* fixée pour effectuer son achat. En prenant de manière agrégé l'ensemble de ces opérations achats/ventes la valeur des obligations⁷² françaises fluctuent.

Le principal indicateur de la valeur d'une obligation souveraine est son rendement obligataire – ou taux de rendement obligataire, ou encore taux de rendement actualisé/taux actuariel (en anglais *yield*). Le rendement d'une obligation représente le taux actualisé de la somme des flux futurs auxquels donne droit l'obligation à un moment précis de sa vie. Grandement utilisé par les acteurs de marchés le principe de l'actualisation est une opération qui « *consiste à déterminer la valeur présente d'une somme qui sera disponible demain* » (COUPPEY-SOUBEYRAN 2015, p.58).

En d'autres termes le rendement obligataire peut s'expliquer de la manière qui suit. Lors de son émission par l'Etat une obligation dispose d'un taux d'intérêt fixe (le coupon, le taux

⁷⁰ Le désir pour les investisseurs de détenir de la dette d'Etat tient principalement au fait que ces derniers sont jugés les plus sûrs. Ainsi selon la théorie du portefeuille la détention d'actifs non risqué (et peu rentable) permet la détention d'autre rentable mais plus risqué. Ceci est particulièrement vrai en ce qui concerne les titres dit structurés. Il n'en demeure pas moins des différences fondamentales quant à l'usage que font les investisseurs de ces titres en fonction de leurs types ou quant au but poursuivi (*voir infra*).

⁷¹ Cette possibilité de ne pas garder le titre de dette dans son bilan jusqu'à échéance est ce qu'on appelle la liquidité du titre. Celle-ci est fonction du nombre d'acheteurs moyens le désirant se trouvant sur le marché secondaire. La liquidité est appréciée des investisseurs, et a certainement une influence sur le taux d'intérêt. C'est pourquoi l'AFT opère également sur le marché secondaire pour s'assurer de la liquidité de ses titres (j'en suis sûr pour la Belgique à prouver pour la France).

⁷² Comme nous l'avons vu les titres émis par l'Etat français ont des caractéristiques différentes. Que ce soit pour la maturité du titre, son coupon, sa devise ou encore la variabilité ou non de son coupon. Les titres à même caractéristiques sont dits fongible [à creuser] et le marché – ou les plateformes de marché – opère des interpolations, ou des moyennes, en fonction des titres ayant les mêmes caractéristiques.

d'intérêt nominal) qui représente un pourcentage du nominal (du capital prêté). Mais une fois sur le marché secondaire le prix du titre peut varier (être supérieur ou inférieur au prix auquel il a été émis). Néanmoins le coupon versé annuellement reste (la plupart du temps) celui du prix de l'émission – il est dit fixe. Ainsi une variation du prix du titre modifie le rendement réel (réellement perçu) de ce titre puisque le coupon versé ne correspond pas à un pourcentage du montant investi lors de l'achat sur le marché secondaire.

Exemple : En effet, pour une obligation qui rémunère 4% (taux nominal basé sur un prix de 100 euros) mais que vous achetez 95 euros, le rendement que vous obtiendrez sera supérieur à 4% car pour 95 euros investis, vous toucherez les intérêts d'une part de 100 euros (ainsi qu'un nominal de 100 euros à l'échéance).

La fluctuation des prix des obligations est fonction de plusieurs variables : de prime abord elle est fonction inverse du taux d'intérêt (les prix augmentent quand les taux d'intérêts baissent), mais aussi de l'inflation (le vendeur incorporera dans son prix la variation de l'indice des prix), du risque de défaut (l'acheteur demandera une prime d'émission positive dans le cas où il considère que le risque de défaut sur l'obligation s'accroît) ou encore des coûts de transaction (appelé prime de liquidité et qui peuvent fluctuer entre les différentes places boursières).

Ainsi une augmentation du rendement obligataire d'une OAT doit être interprétée comme la baisse de son prix, soit la hausse de la prime d'émission. Et inversement.

Annexe analytique : comparatifs des différents titres de dette.

Comparatif de l'évolution des taux sur les différentes maturités de titres de dette français

Du 1^{er} février au 5 mai 2017

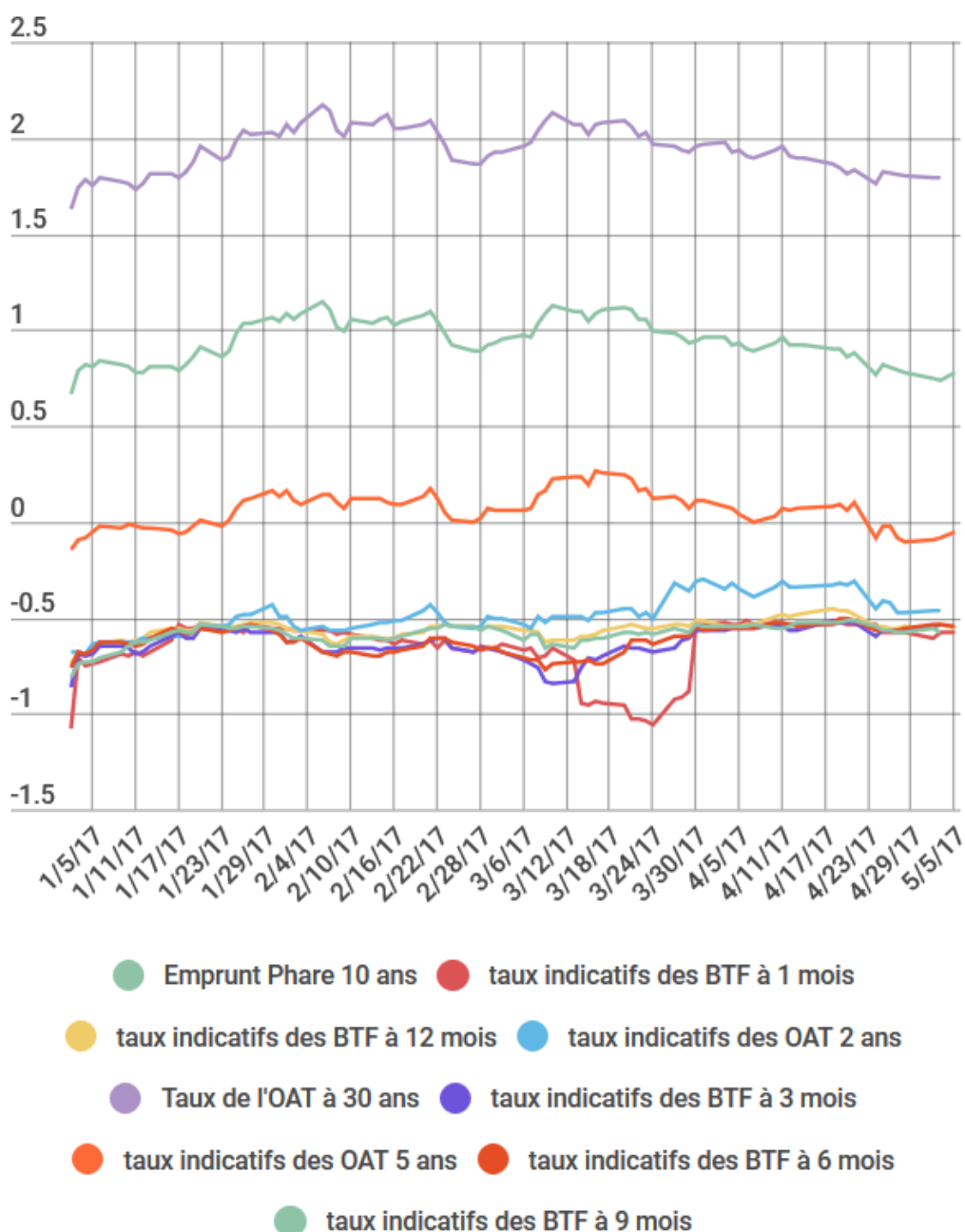


Figure 8 ; Source : Banque de France ; BTF pour Bon du Trésor et OAT pour obligation assimilable du Trésor

Annexe analytique : tableau reprenant les coûts budgétaires éprouvés par l'Etat au cours des élections

	Volume émis (en millions d'euros)	Coût budgétaire en intérêt au taux coupon moyen sur la période électorale	Coût budgétaire en intérêt au taux d'avant la période électorale (T2) (début octobre 2016)	Coût budgétaire en intérêts au taux adjugé (TA) (sommes des taux moyen pondérées sur la période)	Coût en intérêt rapporté à la maturité des titres	Surcoût d'intérêt lié à la spéculation sur le risque politique de l'élection (TA-T2) pour un an	Surcoût d'intérêt rapporté à la durée du titre	Surcoût rapporté à la durée du prochain quinquennat
OAT Long Terme	107 353							
50 ans	3 845	67,2875 1,75%	43,3716 1,128% (taux des 30 ans)	70,4125 [1,43%; 2,14%]	3520,625	27,0409	1352,045	135,2045
25 à 30 ans	4 329	69,264 1,60%	48,83112 1,128%	71,4568 [1,50%; 1,76%]	1929,336	22,62568	610,89336 27 ans	113,1284
De 15 à 20 ans	18 138	226,725 1,25%	126,966 0,70%	240,2482 [1,05%; 1,61%]	4084,2194	113,2822	1925,7974 17 ans	566,411
10 ans	32 519	162,595 0,50%	81,2975 0,25%	248,7273 [0,16%; 1,07%]	2487,273	167,4298	1674,298	837,149
De 2 à 5 ans (maturité média)	40 027	0 0%	-154,90449 -0,387%	-71,3023 [-0,43; 0,25%]	-285,2092	83,60219	334,40876 4 ans	418,01095
OAT inflation	8 495	100,55 1%	?	-47,1968 [-1,20%; -0,26%]	?	?	?	
BTF	207 317							
12 mois	47 448		-298,9224 -0,630%	-276,80429 [-0,69%; -0,453%]	-276,80429	22,11811	22,11811	22,11811
6 mois	48 902		-326,17634 -0,63%	-310,78479 [-0,74%; -0,504%]	-310,78479	15,39155	15,39155	15,39155
3 mois	110 967		-752,35626 -0,63%	-724,15088 [-0,818%; -0,524%]	-724,15088	28,20538	28,20538	28,20538
TOTAUX	314 670		-1231,89327	-799,39426	10424,50184	479,69581	5963,15756	2135,61889

Figure 9

Source : Banque de France et Agence France Trésor

Ce travail entend questionner l'effectivité du processus démocratique de la représentation au moment où les sociétés de l'Union Européenne connaissent, depuis quelques décennies, une dynamique de financiarisation. Insistant sur l'importance de la monnaie comme vecteur de la réalisation des choix démocratiques, la dépendance structurelle d'une majorité d'Etats de l'Union Européenne aux marchés financiers pour financer leurs besoins de financement pose question. En analysant les réactions des acteurs du marché obligataire pendant l'élection présidentielle française de 2017, nous proposons de jeter un regard sur ce qui apparaît comme une double détermination de l'action publique : celle par les urnes et l'autre par les taux d'intérêts. Nos résultats soulignent la réalité d'une concurrence entre le corps politique constitutionnel et les investisseurs du marché pour l'orientation des politiques publiques. Prenant le marché comme une institution où se jouent des décisions et des actions contraignantes pour la collectivité, nous le caractérisons selon des catégories permettant de le mettre en comparaison avec l'institution de la représentation. Les conclusions conceptuelles auxquelles cette recherche arrive, plaident pour une reformulation de la représentation dans le cadre de la financiarisation, et pour l'amorçage d'une réflexion sur les mécanismes alternatifs de financement du secteur public.

« démocratie » ; « dette publique » ; « marchés financiers » ; « monnaie » ; « finances publiques » ; « élections »