

## Note d'analyse macroéconomique

Éditorial

Achevé de rédiger  
le 12 Octobre 2016

---

### Le risque protectionniste réapparaît

Le référendum en faveur du Brexit a beaucoup surpris. Nul ne s'attendait, en particulier en Europe, à la volonté des britanniques que soient mises en œuvre des politiques de préférence nationale. Et c'est effectivement l'orientation qui est prise aujourd'hui par les dirigeants du Royaume Uni avec le reproche fait aux entreprises qui emploient trop d'étrangers dans leurs effectifs.

Il ne fait guère de doute que le risque protectionniste pourrait se diffuser à d'autres pays développés. On pourrait s'en rendre compte à la suite des élections qui vont être organisées en Europe au cours des 9 prochains mois. Mais outre atlantique, si Donald Trump l'emportait, alors le protectionnisme pourrait vraiment se développer avec toutes ses conséquences négatives sur l'ensemble de l'économie mondiale. N'allons cependant pas trop vite et restons sur nos gardes.

Dans ce nouveau contexte, les Banques Centrales, agissant de concert, cherchent à venir au secours du secteur bancaire par une repentification de la courbe des taux d'intérêt. Les récentes décisions de la Banque du Japon et le ballon d'essai lancé par la BCE illustrent bien cette nouvelle approche. Le rendez-vous important sera en décembre la réunion de la FED concernant le relèvement des taux directeurs américains.

La bonne nouvelle de l'automne vient des grands pays émergents. L'ensemble des pays émergents profite de la hausse des prix des matières premières et notamment de la hausse du prix du baril. La récente réunion de l'OPEP et l'orientation prise aujourd'hui par la Russie conforte ce mouvement. C'est une bouffée d'air pour l'ensemble des pays producteurs de pétrole et notamment pour le Brésil et la Russie où le retour de la croissance devrait s'affirmer.

Sommaire

**Le risque protectionniste réapparaît ..... 1**

**Regard Croisé ..... 3**

**L'essentiel de la conjoncture ..... 5**

**Commentaire des marchés financiers..... 7**

**Interview ..... 11**

    Quatre questions à Denis PENNEL..... 11

**Annexes..... 15**

    Principes de gestion qui guident les gérants d'AssetFi MS..... 15

**Lexique..... 17**

**Directeur de la publication :** Laurent BERREBI, Chef Economiste  
 Gérard SOULARUE, Président AssetFi MS

**Ont collaboré à cette note :** Pierre Grapin  
 Quentin Perromat  
 Jean-Marie Dufour

## Regard Croisé

Chaque mois des éléments de l'actualité économique et financière sont analysés par le chef économiste du BIPE et par le directeur général d'AssetFi. Les commentaires de ce mois portent sur la politique actuelle des Banques Centrales et sur le Brexit.

**N'observe-t-on pas les prémices d'un changement de politique des Banques centrales ?**

**Quentin Perromat, directeur général d'AssetFi**

Si clairement. On l'a vu en effet il y a quelques semaines avec l'annonce de la Banque du Japon (BoJ) de garder sur la courbe des taux, un taux à 10 ans autour de zéro et avec une légère pentification pour permettre aux secteurs financiers de continuer à faire de la transformation ( prêter sur la partie longue de la courbe des taux et se financer sur la partie courte) et afin de préserver les marges bénéficiaires des banques et du secteur de l'assurance, tout en maintenant une politique très accommodante pour atteindre les objectifs sur l'inflation et la croissance.

Ensuite, on a vu cette semaine, des rumeurs ou un premier ballon d'essai de la BCE sur le fait, qu'elle pourrait réduire le montant de 80 Mds d'euros des achats mensuels de titres mais certainement en prolongeant ces achats au-delà de mars 2017. L'objectif étant de réduire l'intensité de sa politique accommodante afin qu'elle dure plus longtemps et ainsi ne pas provoquer d'effets négatifs sur les marchés.

Le marché a monté après la décision de la BoJ et l'on n'a pas vu de secousse après les annonces de la BCE. Pour le moment les marchés ont donc plutôt bien accueilli ces nouvelles.

S'agissant de la FED, les probabilités de hausse des taux directeurs ne changent pas : près de 60% en faveur d'une hausse des taux en décembre. Pour nous, il faudrait vraiment qu'il y ait des chiffres macroéconomiques qui se dégradent fortement pour que la FED change de cap et reste sur un statu quo en décembre.

Les indices de l'ADP sont légèrement en-dessous du consensus mais il n'y a rien d'alarmant. Les chiffres de l'emploi de vendredi ne devraient pas changer la situation.

**Laurent Berrebi, chef économiste du BIPE**

Du point de vue des comportements des Banques Centrales et au-delà de ce que dit Quentin, il y a bien un changement de paradigme. Les Banques Centrales cherchent aujourd'hui à venir au secours du secteur bancaire par une repentification de la courbe des taux. Il y a ce ballon d'essai lancé par la BCE pour avoir un impact sur les taux longs de la zone euro, parce que la repentification de la courbe permettra d'avoir des marges d'intermédiation plus grandes et une marge de transformation du secteur bancaire plus importante.

Ce n'est pas un hasard si le ballon d'essai de la BCE vient après la décision de la BoJ et parallèlement au problème de la Deutsche Bank. Ce changement de paradigme intervient dans un environnement où les données macroéconomiques sont plutôt bonnes, voire pour certains indicateurs très bons. On l'a vu avec l'indice ISM non manufacturier aux Etats-Unis. Cela se passe également plutôt bien au niveau des indicateurs de la zone euro : la dynamique de reprise se poursuit. Au Royaume Uni, l'impact du Brexit a été de courte durée, notamment sur les anticipations des agents économiques. Au niveau des pays émergents, la dynamique économique va beaucoup mieux, notamment en ce qui concerne les grands émergents.

Finalement, nous sommes dans un environnement qui est favorable aux marchés financiers, en particulier au marché actions, et cet environnement permet aux Banques

Centrales de changer de paradigme et que cela soit bien accueilli par les marchés financiers.

Le post-Brexit nous surprend. Les bons résultats du Royaume Uni depuis l'été peuvent ils s'infléchir et poser des questions nouvelles ?

## LB

Nous nous attendions à ce que le Brexit n'ait pas d'impact immédiat sur l'économie britannique. D'un point de vue global, on peut même dire que le Brexit contribue à corriger les déséquilibres britanniques et paradoxalement c'est une bonne chose aujourd'hui pour le Royaume Uni.

Mais il faut voir ce que le Brexit signifie à moyen terme. Automatiquement, la ligne suivie aujourd'hui par les dirigeants est d'appliquer les desideratas de ceux qui ont voté pour le Brexit. C'est-à-dire, réduire le nombre de travailleurs étrangers au Royaume Uni, y compris ceux en provenance des pays européens. La contrepartie sera la perte inéluctable d'une partie de la City. Il y a bien un sentiment de protectionnisme qui émerge de la part du peuple britannique et c'est un précédent qui pourrait se répéter dans d'autres pays. Les élections américaines sont la prochaine échéance politique importante et si Trump

l'emporte on peut imaginer que le protectionnisme se développera davantage aux Etats-Unis avec des répercussions importantes pour l'ensemble de l'économie mondiale.

## QP

C'est vrai que le Brexit, dans sa première partie, a eu des effets plutôt positifs. La correction initiale des marchés a été rapidement gommée. La dévaluation de l'ordre de 15% de la livre a permis de rendre plus compétitives les entreprises du Royaume Uni et parallèlement le marché action a bien compensé cette dévaluation. L'instabilité des marchés liée au Brexit semble avoir disparue. C'est la raison pour laquelle, notamment, Theresa May en a profité pour confirmer le déclenchement de l'article 50 avant fin mars 2017. Après je rejoins le point de vue de Laurent, à savoir que l'on a clairement un contexte qui va vers plus de protectionnisme. On en a l'illustration dans les propos de certains conservateurs sur les travailleurs étrangers. Ce climat de méfiance risque de faire baisser les investissements du secteur privé et d'avoir des impacts à moyen terme sur les marchés financiers.

Propos recueillis par Pierre Grapin le 6 octobre 2016

## L'essentiel de la conjoncture

Après avoir fait, le mois dernier, un panorama de la conjoncture des grands pays développés, Laurent Berrebi revient ce mois-ci sur la situation des grands pays émergents, Chine, Brésil et Russie

La situation des grands pays émergents, en particulier celle de la Chine, semble s'améliorer. Qu'en est-il exactement ?

C'est vrai que la situation des émergents est bien meilleure que l'an passé. La raison principale est la poursuite de la hausse des prix des matières premières en général, et la hausse du prix du baril en particulier. C'est la reflation de l'économie chinoise qui en est à l'origine.

La reflation chinoise, ce n'est pas nécessairement une croissance plus forte mais une hausse des prix plus forte alors qu'on craignait l'année dernière une déflation de l'économie chinoise. Actuellement les craintes de déflation s'éloignent avec notamment une hausse des prix dans le secteur industriel.

Cette hausse des prix est due à la demande soutenue des ménages. La consommation reste très bonne, illustrée par la hausse du marché automobile et une demande importante au niveau de l'immobilier résidentiel avec des hausses de prix soutenues. Ce contexte permet d'avoir une hausse des prix au niveau de l'ensemble de l'économie chinoise. Ce qui est intéressant de noter c'est que la demande des ménages était avant soutenue par la politique budgétaire au travers d'une politique budgétaire de relance très active basée sur des aides sociales. Or, cette politique de relance est en train de se réduire assez sensiblement.

Mais, la dynamique de consommation est toujours là grâce notamment à une réduction du taux d'épargne des ménages chinois dont la confiance s'améliore sensiblement.

Je ne vois pas un risque bancaire chinois, en dépit d'un excès de dette au niveau des entreprises : les entreprises tournées vers le marché des entreprises comme celles du secteur des biens d'équipement et de certains

biens intermédiaires peuvent connaître des difficultés financières. Mais, en même temps, tout le pan de l'économie lié à la consommation connaît une belle dynamique. Ce phénomène de destruction créatrice est aujourd'hui bien géré par les autorités chinoises.

Des pays comme la Russie et le Brésil enregistrent-ils un mieux ?

L'ensemble des pays émergents profite de la hausse des prix des matières premières et c'est le cas du Brésil et de la Russie. Ces deux pays qui étaient en récession sont en train de sortir de récession. C'est déjà acté pour la Russie avec un PIB en croissance et c'est en cours au Brésil.

La Russie et le Brésil ont mené des politiques monétaires restrictives avec des taux d'intérêt très élevés pour répondre au retrait des capitaux et à la hausse importante de l'inflation. En effet, ces pays ont dû faire face à des fuites de capitaux importantes dues à leurs déséquilibres extérieurs. La baisse dangereuse de leurs réserves de change a alors entraîné une dépréciation considérable de leur devise et dans son sillage une hausse importante de l'inflation.

On observe aujourd'hui le phénomène inverse. Au Brésil, on assiste à un retour des capitaux avec une hausse importante du marché actions brésilien. Parallèlement, l'appréciation de leurs devises depuis février-mars 2016 permet une baisse sensible de l'inflation, notamment en Russie. La Banque Centrale de Russie a réduit au cours du mois de septembre ses taux directeurs de cinquante points de base. Le Brésil devrait connaître, lui aussi, une baisse des taux directeurs prochainement.

Au final, ces deux pays ont enclenché une dynamique favorable du point de vue de la

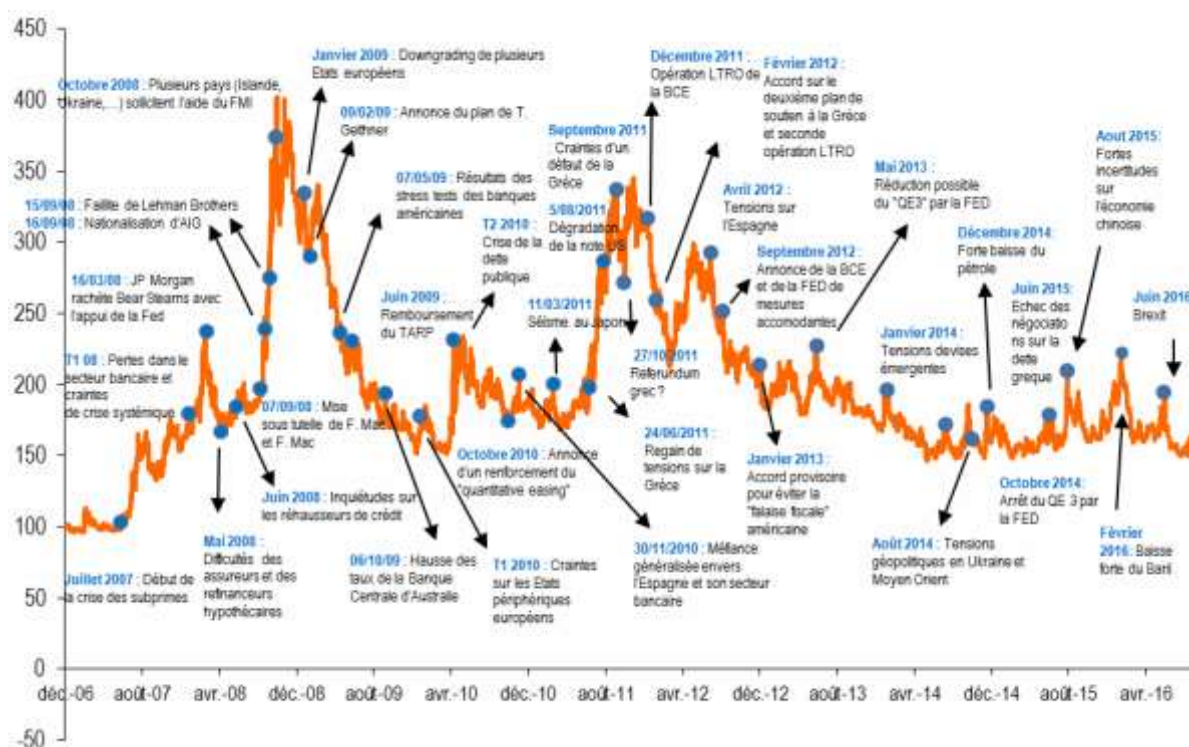
conjoncture d'abord soutenues par le retour de l'investissement et dans un second temps par la consommation des ménages. Le Brésil est un peu en retard mais le retour de la croissance devrait s'affirmer.

Propos recueillis par Pierre Grapin le 6 octobre 2016

## Commentaire des marchés financiers

L'indicateur de stress sur les marchés financiers construit par BIPE / AssetFi est un indicateur purement financier répondant à un double objectif : être un indicateur de mesure de tension (et éviter de subir les bouleversements sur les marchés financiers lors d'une crise future) et être un indicateur avancé de l'économie, afin de prévoir des retournements de tendance macroéconomique.

### Indicateur de stress



Source : AssetFi MS, BIPE 2016

Après un été haussier sans à-coups, ce mois de septembre a renoué avec la volatilité induite essentiellement par les déclarations des banques centrales et l'agitation des cours du pétrole.

En effet, Janet Yellen a mis fin à plusieurs semaines d'incertitude jeudi 22 septembre en rendant officiel le verdict de la Fed : il n'y aura pas de hausse des taux directeurs en septembre. De plus, ce même jour, la Banque Centrale japonaise a annoncé qu'elle poursuivrait sa politique monétaire en contrôlant toutes les maturités de sa courbe des taux entraînant des achats massifs de dette

à long terme, surprenant ainsi le marché. La Banque Centrale européenne a, quant à elle, déçu les marchés qui espéraient une prolongation du programme d'assouplissement monétaire en déclarant qu'une telle extension n'avait pas été envisagée.

Les prix du pétrole ont fortement varié ce mois-ci, d'abord à la hausse puis à la baisse. En début de mois, les espoirs d'un accord entre les pays producteurs en faveur d'un gel de la production puis les rumeurs d'un accord de coopération entre la Russie et l'Arabie Saoudite ont propulsé les cours du Brent proche des 50\$ le baril. Le rapport mensuel de l'agence

internationale de l'énergie est venu inverser la tendance. Le baril de Brent finit le mois de septembre à 49.06\$ le baril marquant une progression de 4.29%.

Ainsi, les marchés finissent le mois sans convictions malgré une forte volatilité. L'Eurostoxx 50 progresse de 0.89% et 0.23% pour le Cac 40. Les indices américains restent stables avec -0.12% pour le S&P 500. Les marchés asiatiques ont baissé avec -2.41% pour le Shanghai composite et -2.59% pour le Nikkei.

Le crédit européen de bonne notation a un peu souffert ce mois-ci, l'iBoxx euro perd 20 bps. Le risque émetteur s'est légèrement tendu et les taux core européens ont également réagi à la hausse. En effet, le taux 10 ans français

prend 1 bp cependant les taux périphériques se tendent davantage et le spreadBund/Taux 10 ans italien s'écarte de manière significative.

Ainsi, l'indicateur de risque s'est légèrement tendu avec un pique en milieu de mois de septembre suite à des déclarations des membres de la Fed en faveur d'une remontée des taux faisant réagir les taux.

L'indice de volatilité VIX sur le marché américain reste stable au global sur le mois de septembre. A contrario, le risque émetteur des entreprises de bonnes factures a augmenté et les taux souverains des pays périphériques de la zone euro se sont tendus.



## Allocation

	Sous-pondéré -- -	Neutre 0	Surpondéré + ++	Variation Mensuelle
<b>Classes d'actifs</b> <i>Nous restons défensifs et attentifs sur les classes d'actifs actions et obligations en vue des élections américaines et des prochaines échéances de la Fed. Nous relevons nos vues sur le dollar avec une relevée des taux possible d'ici la fin d'année.</i>		Actions Obligations Liquidités Pétrole USD		0/+
<b>Actions par région et par style</b> <i>Nous restons légèrement favorable sur la zone euro bien que des craintes concernant un changement de politique monétaire aient émergé. Les émergents continuent de profiter du redressement de la Chine. Les stratégies à faible volatilité sont à privilégier.</i>		Japon Etats Unis Europe Emergents Petites et moyennes capitalisations Momentum faibles valorisations		
<b>Obligations</b> <i>Les obligations d'entreprises américaines sont intéressantes notamment les obligations à haut rendement. Les obligations émergentes sont encore attractives pour leur rendement mais nous privilégions l'investissement en devise dure.</i>		Faibles risques Eur dettes souveraines Eur Corporate US dettes souveraines US Corporate Dettes EM USD Dettes EM Devises locales EM corporate		0/+

La rentrée sur les marchés financiers a rimé avec volatilité suite aux différentes déclarations des banques centrales. La plus attendue, la Fed, a clôturé le débat en déclarant qu'il n'y aurait pas de hausse des taux en septembre, la question est donc reportée sur décembre, novembre étant difficilement envisageable au vu des élections. Dans un même temps, la Banque du Japon accentue sa politique et la BCE table pour un statu quo.

Dans ce contexte, il nous semble opportun d'accroître notre exposition au dollar qui pourrait revenir toucher les 1.05 d'ici la fin d'année. Il faudra toutefois rester attentif aux élections qui vont amener de la volatilité sur la devise.

L'autre axe que nous privilégions est la dette d'entreprise des pays émergents libellée en dollar. En effet, rester sur de la dette en devise dure permet de réduire l'impact d'une

hausse des taux de la Fed. Le risque politique dans ces pays et le redressement des matières premières semblent écarter les principaux risques. Ceci est couplé à des rendements qui restent très attractifs au vu des niveaux en zone euro ce qui rend la classe d'actif intéressante en terme de rendement ajusté du risque.

Nous restons prudents sur les actions qui ont fortement réagi aux variations des cours du pétrole. Ceux-ci ont fortement varié le mois dernier, d'abord à la hausse puis à la baisse. Il faudra être vigilant sur les discussions entre les pays de l'Opep, l'Iran et la Russie. Les actions américaines restent stables, cependant, bien que les résultats des entreprises ne soient pas mauvais, les marges n'augmentent pas. Ainsi, une remontée des taux pourrait avoir un impact non négligeable sur celles-ci. C'est pour cela

que nous restons convaincus que le meilleur axe sur cette classe d'actif pour le moment reste les stratégies de faible volatilité.

Une réduction de la duration nous semble être nécessaire pour se protéger d'une remontée des taux. Ainsi, une exposition aux dettes souveraines des pays périphériques n'est pas à privilégier, de même que la dette US. Concernant la dette d'entreprise, nous restons exposés, privilégiant le haut rendement avec des durations courtes autant en Europe qu'aux US.

Article rédigé par Jean-Marie Dufour le 12 octobre.

## Interview

### Quatre questions à Denis PENNEL

#### Directeur général de la Fédération mondiale de l'emploi (World Employment Confederation)

Le salariat est en crise et de nouvelles formes d'emploi apparaissent en dehors ou à la marge du salariat. Avons-nous atteint le point culminant du salariat ? Afin d'avoir des éléments de réponse, AssetFi MS a rencontré Dennis Pennel de la Fédération mondiale de l'emploi et qui est aussi l'auteur du livre « Travailler pour soi : Quel avenir du travail à l'heure de la révolution individualiste » Seuil 2013.

#### Comment caractérisez-vous les nouvelles formes d'emploi ?

Aujourd'hui, apparaissent de nouvelles formes d'emploi qui sont, soit en dehors du salariat, soit à la marge du salariat. Historiquement, on observe à la fin des années 80-90 le développement de nouvelles formes d'emploi au sein du salariat, à travers les CDD, l'intérim, le temps partiel, etc.

Ces formes d'emploi ne se sont vraiment développées qu'au cours des deux dernières décennies du 20ème siècle, puis se sont stabilisées au cours de la première décennie du 21ème siècle.

En revanche, ce que l'on a vu depuis, ce sont effectivement des formes d'emploi qui se situent en dehors du salariat : je pense évidemment au travail indépendant qui commence à augmenter à nouveau en proportion dans la population active.

Parallèlement, on assiste à la montée de formes d'emploi qui sont plus difficilement caractérisables car elles se situent à mi-chemin entre travail indépendant et travail salarial. Un exemple avec ce que l'on appelle parfois les travailleurs indépendants mais économiquement dépendants : ce sont des travailleurs qui sont normalement dans une situation légale de travailleur indépendant, mais qui, parce qu'ils ne travaillent que pour un seul donneur d'ordre, dépendent à 100% de ce donneur d'ordre et sont donc considérés comme étant économiquement dépendants.

Ces personnes tombent dans une relation de subordination économique par rapport au donneur d'ordre.

Un autre exemple, ce sont les franchisés : vous avez des franchisés qui aujourd'hui, dans leur contrat de franchise ont des contrats tels que l'on peut penser qu'ils sont aussi des contrats de subordination, puisque leur franchiseur leur dit : « voilà la politique tarifaire à appliquer, voilà la façon dont vous devez aménager la vitrine de votre magasin, etc. » En fait, le franchisé n'est alors plus du tout un travailleur indépendant.

S'ajoute à cela, des formes d'emploi que l'on a essayé de ramener dans le salariat, comme le portage salarial qui est vraiment une structure spécifique où un travailleur indépendant qui a décroché une mission va être porté le temps de sa mission par la structure de portage salarial. Il va travailler en tant que salarié, mais à la fin de sa mission il va retrouver un statut d'indépendant, donc une mixité entre un statut d'indépendant et un statut de salarié.

Et puis bien sûr, s'ajoute encore à tout cela, le développement des travailleurs en ligne qui décrochent des missions à travers ces plateformes telles que Uber, Airbnb ou aussi Amazon Mechanicalturk : dans le cas présent, la relation de travail est complètement nouvelle et se fait généralement en dehors de la relation salariale. L'emploi est donc devenu protéiforme !

### Pourquoi aujourd'hui, travail et emploi ne se recourent souvent pas ?

Si l'on revient historiquement à la période des Trente Glorieuses, c'est la période durant laquelle on a connu une généralisation du salariat et non seulement du salariat mais du salariat en CDI à temps plein. Emploi et travail se recoupaient quasiment parfaitement puisque vous aviez un travail qui était une place dans une entreprise ou une organisation publique, qui vous occupait à 100% et pour lequel vous allez effectuer la plupart, si ce n'est la totalité, de votre carrière. Donc, votre travail, c'était votre emploi et vous n'aviez qu'un seul emploi pour effectuer vos activités professionnelles.

Ce que l'on voit aujourd'hui, c'est le développement de la pluriactivité, c'est-à-dire des salariés qui ont soit plusieurs emplois en même temps, notamment ceux qui travaillent à temps partiel ou en intérim, ou alors des salariés qui, en complément de leur activité salariale, ont développé une activité de travailleur indépendant ou inversement des travailleurs indépendants qui ont une petite activité salariale. En France, on compte déjà plus de 2,3 millions de personnes qui sont plus réactifs en ce sens et qui combinent à la fois du salariat et du travail indépendant.

Par comparaison avec ce qui se passe à l'étranger, le développement du travail indépendant en France est plutôt en retard notamment par rapport à des pays comme l'Angleterre, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas. Aux Pays-Bas, on compte près de 25% de travailleurs indépendants ; en France, la part est de 10-12%. Cela répond au fait que la France n'a pas la même culture entrepreneuriale que les pays de culture anglo-saxonne et qu'en France, la politique des Pouvoirs Publics a toujours été de ramener dans le salariat toute nouvelle forme d'emploi.

De même, le portage salarial existe dans d'autres pays européens, notamment en Angleterre, les anglais appellent cela les « *umbrellacompany* ». Mais la grande différence est que l'indépendant qui effectue sa

mission et qui est porté par cette structure, reste indépendant et ne devient pas salarié. En France, on a fait en sorte que le travailleur indépendant, pendant le temps de sa mission, ne soit plus indépendant, mais devienne salarié. Voilà la spécificité française du portage salarial : en cas de nouvelle forme d'emploi, on essaie de tout ramener dans le salariat.

Alors pourquoi ? Parce qu'en France l'intégralité de notre système de protection sociale est financée par le travail salarié à travers des charges sociales et des cotisations sociales payées par les salariés et les employeurs. Donc, si demain de nouvelles formes d'emploi se développent en dehors du salariat, cela remet en cause les financements de notre protection sociale. Et c'est pourquoi l'URSSAF est en train d'attaquer Uber sur le statut de ces travailleurs en contestant le fait qu'ils soient des travailleurs indépendants pour essayer là encore de les ramener dans le salariat.

### Peut-on dire que nous avons atteint le point culminant du salariat ? En France et même en général ?

Encore une fois, le salariat a correspondu à un modèle économique et social dominant, qui, en gros, a correspondu à la deuxième moitié du 20ème siècle et aux Trente Glorieuses. On était dans une société industrielle, une société de consommation de masse, une société et une économie en grande partie de rattrapage. Il fallait, suite à la deuxième guerre mondiale, équiper les ménages en TV, en frigo, en automobile, donc produire en grande quantité des produits identiques qui correspondaient à un développement économique et à une économie très tournée vers l'industrie manufacturière. L'objectif des entreprises était de fixer la main d'œuvre dans de grandes entreprises avec des chaînes d'assemblage pour produire ces biens en grande quantité.

Le contexte économique est radicalement différent aujourd'hui. La société est tournée vers les services où ce n'est plus de la production de masse qui compte, mais plutôt la

petite série personnalisée, avec des produits individualisés et où ce sont moins les bras qui comptent que la matière grise qui permet de produire dans une société de la connaissance, de la créativité. Pourquoi la forme d'emploi dominante du 20ème siècle qui correspondait encore une fois à un modèle économique dominant, serait toujours pertinente et valable au 21ème siècle ?

Si l'on prend une perspective à plus long terme, on voit que la forme dominante de l'emploi a toujours reflété le modèle économique et social dominant. Cela a commencé, il y a très longtemps, avec l'esclavage, puis le servage, le féodalisme, le travail indépendant: n'oublions pas qu'au début du 20ème siècle, la plupart des gens étaient travailleurs indépendants. Le salariat s'est vraiment développé, généralisé au 20ème siècle. Considérer que le salariat est l'aboutissement ultime de l'évolution du droit du travail est un contre-sens historique.

Je ne pense pas que le salariat va disparaître, mais en tout cas, nous avons sûrement atteint le point culminant pour des raisons économiques et sociales et aussi pour des considérations juridiques. C'est la relation de subordination qui est la base juridique du salariat: en tant que salarié, vous acceptez d'être sous la supervision d'un supérieur hiérarchique qui va pouvoir vous donner des ordres, contrôler votre travail et sanctionner éventuellement si le travail n'est pas bien accompli.

Parler aujourd'hui aux jeunes générations de la relation d'autorité, c'est quelque chose de très compliqué pour eux; ils ont une vraie difficulté à accepter l'autorité, ils ont été élevés dans un contexte « génération Dolto » où on leur explique tout, on ne leur donne pas des ordres, mais on essaie de conceptualiser les choses. Ces jeunes arrivent dans le monde de l'entreprise et ils tombent dans une relation de subordination, alors cela ne les attire pas du tout. Et ce n'est pas un hasard si notamment chez les jeunes générations, l'attrait de l'entreprenariat et de créer sa propre entreprise est aujourd'hui très élevé. C'est aussi un rejet de cette forme

d'emploi caractérisée par ce qu'appelait La Boétie « une servitude volontaire ».

Quel est le statut de l'actif que vous préconisez ?

Ce terme reflète les caractéristiques des évolutions que je vous ai décrites jusqu'à maintenant: premièrement une porosité croissante et une frontière de plus en plus floue entre travail indépendant et travail salarié; deuxièmement le fait qu'actuellement il y ait de plus en plus de personnes multi-actives, donc qui n'occupent plus un seul emploi, mais plusieurs en parallèle et passent du statut d'un salariat au travailleur indépendant et inversement.

L'idée est de se dire que notre code du travail n'est plus adapté. Le code du travail est basé à 99 % sur le travail salarié et très peu d'articles concernent le travail indépendant. L'idée, ce n'est pas que de le simplifier, mais aussi de l'élargir pour mieux couvrir les nouvelles formes d'emploi et le travail indépendant qui se développent rapidement.

Pour répondre à cela, je propose d'aller au-delà d'une simple révision du code du travail, mais de le transformer en un code de l'actif qui donnerait un véritable statut de l'actif au travailleur, qu'il soit salarié ou indépendant, parce que les gens vont de plus en plus passer de l'un à l'autre.

Définissons un socle de droits fondamentaux qui s'applique à tous les travailleurs qu'ils soient indépendants ou salariés. Et ensuite, au cas par cas, mais cela va plutôt relever de la négociation collective au niveau de la branche et de l'entreprise, définissons des conditions de travail supplémentaires qui s'appliqueraient à telle ou telle situation particulière.

L'idée, c'est d'arriver à définir un socle de grands droits fondamentaux cohérents avec les grandes conventions internationales de l'OIT et les grandes directives européennes en matière de droit social et qui s'appliquerait à tous les travailleurs. Quand vous êtes un chauffeur Uber, pourquoi vous n'auriez pas le droit de faire grève, d'être représenté par une

organisation syndicale, tout cela par ce que vous n'êtes pas un travailleur salarié ?

On voit bien que le droit du travail n'a pas évolué assez vite par rapport aux évolutions de la société et aux nouvelles formes d'emploi qui

se développent, d'où cette idée d'un statut de l'actif.

Interview réalisée par Pierre Grapin  
Le 31 mai 2016

## Annexes

### Principes de gestion qui guident les gérants d'AssetFi MS

#### Sécurité

La sécurité du capital est primordiale, procurer un rendement ne suffit pas.

Seule la recherche de sécurité à travers l'organisation du suivi et du contrôle et la mise en œuvre de ceux-ci permettent de garantir une performance régulière pour un niveau de risque accepté.

#### Service

Chaque client est porteur d'enjeux et d'objectifs qui lui sont propres. Des solutions spécifiques sont élaborées pour chaque investisseur en fonction de sa problématique. La satisfaction du client est ancrée dans notre culture. La recherche de solutions adaptées au contexte de nos clients permet la fixation d'objectifs réalistes.

#### Innovation

L'innovation revêt plusieurs formes :

- la façon dont nous identifions et formalisons les objectifs de nos clients ;
- le dispositif de gestion ou de conseil que nous lui proposons ;
- L'organisation de travail spécifique que nous instaurons (en respectant toujours les principes de séparation des tâches) ;
- la mise en œuvre d'outils de suivi et de contrôle adaptés aux besoins de chaque client.

#### Adaptabilité

La relation mise en place avec nos clients se caractérise par un grand respect mutuel, une grande flexibilité et disponibilité de la part des collaborateurs et dirigeants d'AssetFi Management Services.



11/13 rue René Jacques - Immeuble Le Vivaldi  
92130 Issy-les-Moulineaux  
Tél. : 33 (0)1 55.95.91.30  
Email : [infoams@assetfi.fr](mailto:infoams@assetfi.fr)  
[www.assetfims.fr](http://www.assetfims.fr)



Partenaire d'AssetFi Management Services pour  
les analyses macroéconomiques et sectorielles.  
Il participe également à l'élaboration de cette note mensuelle.

[www.bipe.fr](http://www.bipe.fr)



## Lexique

**EONIA (Euro OverNight Index Average)** : c'est un indice calculé chaque jour ouvré qui indique la valeur du taux pratiqué au jour le jour sur le marché interbancaire (emprunts et prêts des banques entre elles) pour les opérations libellées en euros. L'EONIA est calculé par la BCE (Banque Centrale Européenne) comme la moyenne des taux des prêts accordés un jour donné par un panel de 57 établissements bancaires représentatifs de la Zone euro dont 47 établissements de la Zone euro proprement dite et 10 établissements bancaires de pays européens susceptibles d'intégrer à terme la Zone euro, ou encore de pays hors Union Européenne (trois banques américaines, deux japonaises et une suisse) mais dont les volumes de transactions en euros sont significatifs.

**Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate)** : taux moyen publié chaque jour par la Fédération Bancaire Européenne (via l'agence Reuters) et qui est le taux auxquels 41 banques de l'Union européenne et huit banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de trois mois.

**Bund** : il s'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'État fédéral allemand.

**iTraxx Main** : les indices iTraxx® sont publiés par Markit, principal fournisseur d'indices de dérivés de crédit en Europe et en Asie. Ce sont des indices synthétiques, représentatifs de Credit Default Swap (CDS) faisant référence à la qualité de crédit d'entreprises sélectionnées. L'indice iTraxx main est composé des 125 CDS les plus liquides du marché. La liste des sous-jacents des séries est revue deux fois par an et les nouvelles séries sont émises en mars et en septembre par Markit.

**iTraxx Crossover** : la série iTraxx® Crossover offre une exposition aux dérivés de crédit sur 50 entreprises européennes de l'univers du « high yield », émetteurs à haut rendement notés au mieux BBB- (Standard & Poor's).

**CAC 40** : le CAC 40, qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu, est le principal indice boursier d'actions de la place de Paris.

**Dow Jones Euro Stoxx 50** : indice boursier européen lancé en février 1998 et constitué de 50 des plus grandes valeurs européennes de l'indice plus large DJ Euro Stoxx.

**Nikkei 225** : le Nikkei 225 est le principal indice boursier d'actions de la bourse de Tokyo. Il est composé de 225 sociétés.

**CRB** : l'indice Reuters-CRB (CCI) est un indice des prix des matières premières, publié pour la première fois en 1958. Aujourd'hui, il est composé des prix de 19 matières premières cotées.

**Carry Trade** : transaction financière qui permet à une négociation d'obligations d'emprunter des fonds à long terme. Dans le cas du Japon, les investisseurs empruntent à des niveaux de taux proches de zéro et les investissent majoritairement dans des obligations américaines.

**Courbe des taux** : décrit la relation entre la maturité d'une obligation et son rendement. Nous l'utilisons fréquemment pour les obligations d'État (OAT). Si la courbe des taux a souvent une pente positive (plus la maturité est éloignée, plus le taux d'intérêt est élevé), il arrive qu'elle prenne d'autres formes (inversée, en U, etc.).

**Aplatissement de la courbe des taux** : désigne la convergence des taux courts et des taux longs sur un même niveau.

**Déflation** : caractérise une période suffisamment longue durant laquelle une baisse générale des prix est observée. La déflation est donc l'opposée de l'inflation. En règle générale, la déflation est la traduction d'un net ralentissement ou d'une baisse de la demande, et elle est associée à une période peu favorable à l'activité économique. La déflation ne doit pas être confondue avec la désinflation qui est un ralentissement de taux d'inflation, c'est-à-dire que le niveau général des prix augmente à un taux décroissant.

**Event Driven** : stratégie de la gestion alternative qui spéculé sur toutes les situations atypiques de la vie des entreprises : changement de management, rapprochement (changement de management, rapprochement, etc.).

**Future** : un contrat standardisé, côté et transférable qui exige la livraison d'une matière première, d'une monnaie, d'une obligation, d'un index ou d'un taux à un prix et à une date spécifiée d'avance sur le contrat. Les contrats futures sont en fait des contrats à terme car ils obligent à réaliser une certaine transaction à une date précise. Mais les futures se distinguent des contrats à terme du fait qu'ils sont standardisés, sont échangés sur un marché organisé, sont régulés par des agences de contrôle et garantis par des centres d'échange et de compensation.

**Gestion alternative** : se définit comme une gestion décorrélée des indices de marchés. Elle se fonde sur d'autres situations que la hausse des cours enregistré des gains. Elle repose donc sur des stratégies et des outils à la fois diversifiés et complexes.

**Gestion directionnelle** : une stratégie de la gestion alternative qui parie sur l'évolution du marché dans un sens.

**High Yield** : obligations non convertibles émises par des entreprises présentant généralement un niveau d'endettement élevé, ayant un profil risqué et portant un rendement élevé.

**Inversion de la courbe des taux** : lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, cela décrit le phénomène « d'inversion de la courbe des taux ».

**Investment Grade** : obligations correspondantes à un niveau de risque faible et ayant comme notation des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Poors.

**Long/Short** : une stratégie de la gestion alternative qui tire profit des hausses comme des baisses du marché actions en associant un investissement à la hausse (long) dans des titres jugés sous-évalués avec des positions à la baisse (short) sur des sociétés surévaluées.

**Obligation privée/Crédit** : titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise. En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).

**Opportunités d'arbitrage** : les stratégies d'arbitrage consistent à profiter des inefficiences du marché (différences de cours entre deux placements identiques ou semblables sur le même marché ou sur des marchés différents) et de réaliser des gains.

**Option** : contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit (mais non l'obligation) de lui acheter (**option** d'achat) ou de lui vendre (**option** de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé (prix d'exercice), durant une période (période

d'exercice pour les **options** dites « américaines ») ou à une date précise (**date d'exercice** pour les **options** dites « européennes »). Le fondement de l'**option** est la rémunération du **risque**.

**Prime de risque** : la prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'État). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta du titre en question.

**Spread** : écart. Dans le cas des obligations gouvernementales, le spread désigne souvent l'écart entre taux longs et taux courts. Dans le cas des obligations privées et corporates, le spread désigne le plus souvent l'écart de rendement entre les obligations d'État et les obligations corporates qui doivent avoir des meilleurs rendements du fait de la prime de risque de crédit.

**Volatilité** : la volatilité de la valeur (ou du taux de rentabilité) d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre. Cette volatilité se traduit mathématiquement par une variance ou un écart-type. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement.