

CRISE, SÉMINAIRE UNIPOP JUIN - JUILLET 2014

POINT DE SITUATION¹

POINT DE RÉFÉRENCE

Le G 20 Londres 1^{er}, 2 avril 2009 : «plus jamais ça ! Malgré lobbies...»

CHRONOLOGIE RACCOURCIE

Finance US financée à crédit

Politique taux unique a déstabilisé les ménages du Sud encourageant l'endettement.

2007 :

Echange titres subprimes, disséminés et bien rémunérés, à moins 25 % de leur valeur

Indice VIX (volatilité à un mois des 500 grandes valeurs US) a passé de 20 à 80 %

2008 (fin) :

chute des marchés

hedge funds déversant des milliards sur le marché massivement en faillite

administration Obama décidée à mettre à profit la crise pour corriger et re-réglementer

mais marché se sont relevés grâce politique monétaire FED, la peur a disparu, après votede la loi prometteuse Dodd-Frank Act, plus rien de structurel mis en œuvre

Fin 2013 :

25 % chemin parcouru USA (selon cabinet David Polk : 37 % des 398 règles Dodd-Frank Act ; 33 % chemin parcouru Europe

Depuis 2000, krachs incessants car **les marchés ne remplissent pas leur rôle** :

bourse octobre 1987

immobilier 1990

obligataire 1994

faillite Barings suite spéculation d'un trader à Singapour 1995

crise asiatique 1997 et contagion aux pays émergents (dont Russie 1998)

faillite du hedge fund LTCM avec implications systémiques 1998

¹ Chiffres tirés de NAULOT Michel, *Crise financière, Pourquoi les gouvernements ne font rien*, Paris, Editions du Seuil, octobre 2013

internet 2001-2003

subprimes 2007

Euro dès 2010

Dettes souveraines dès 2010

CAUSES

Déréglementation 15 août 1971

suspension convertibilité or du \$ suite guerre Vietnam

abandon disciplines, fraude ancien président Nasdaq (Bernard Madoff)

bonus pris sur fonds gouvernementaux par managers ayant conduit leur groupe à la faillite (AIG)

entente manipulation taux LIBOR, et tx de change entre grandes banques

10 ans de taux unique en Grèce, etc., et Allemagne

CF. Alan Greenspan²

compromission des experts : adulation pour 5 entreprises (40 - 50 % Nasdaq) : Microsoft, Google, Intel, Oracle, Apple, introduction bourse Facebook (- 50 % en trois mois)

SIGNES

Dow Jones 11 octobre 2007 (en pleine crise subprimes) record 14 198 (aujourd'hui 16 776)

Marchés ne croient pas en une baisse possible comme Ben Bernanke (FED) non plus pour l'immobilier, distribution du crédit sans analyse situation ménages, W. Bush : 5 millions d'Américains à faible revenu doivent devenir propriétaires

Faillites récupérées par l'Etat de Fanny Mae et Freddie Mac

INNOVATIONS DÉVIANTES³

Produits dérivés (côté pile la sécurité, côté face le risque, la volatilité) depuis 1970 Swaps (engagement ferme), depuis 1980 Options (choix)

swaper un tx variable contre un tx fixe, protection contre hausse de taux. Coût : marge

acheter une option de taux, protection contre la hausse, mais continuer à profiter de la baisse (achat d'une option de vente, achat d'un put ; achat d'une option d'achat, achat d'un call). Coût : prime

² NAULOT p. 32

³ NAULOT p. 39 ss

collateralized debts obligations (CDO) (dès 2003, 2007 2500 milliards, soit 20 % PIB US), credit default swaps (CDS) (dès 2000, 2007 : 60 000 milliards), exchange traded funds (ETF) fonds indiciels (2000 400 milliards, 2008 700 milliards, 2013 2000 milliards, soit PIB France) (3 mutuals funds US BlackRock, State Street, Vanguard 70 % du marché dont 40 % BlackRock) trading à haute fréquence, 1990

Scandale Bankia (Espagne) petits épargnants⁴

Impulsions de Goldman Sachs en vue liquidités sur marché matières premières, levée interdiction (1929) aux instituts financiers de venir sur ces marchés : 1992.

Citation Paul Volcker⁵

Apparition hedge funds (effet de levier soit détenir nettement plus d'actifs que fonds gérés avec crédits, ventes à découvert, produits dérivés), 40 milliards 1990, 200 1995 500 2000, 1900 2007, 2250 2012 (15 % PIB US). Plongeon d'un tiers en 2008. Effet de levier jusqu'au multiple de 500

Marché dérivé régulé : 60 x PIB mondial et 10 % marché global.⁶ A Londres 90 % Hedge européens

LTCM, fonds spéculatif créé 4 ans plus tôt met en péril la finance mondiale. John Meriwether, as des math fin, ancien de Salomon Brothers, 4 milliards gérés, levier de 30, 125 milliards d'actifs potentiellement détenus.

2006 : émissions de titrisation 459 milliards (triplé en 5 ans), Asset backed securities (USA appuyés au titre hypothécaire) : 2103 milliards

Réglementateurs qui dérèglent

Bâle II (2004)⁷ et Capital Requirements, Directive européenne 2006 : allègement des fonds propres des banques et introduction boîte noire : pondération actifs en fonction des risques et répercussion FP (Bâle I : Etats OCDE 0 %, banque 20 %, immobilier 50 %, autre 100 %) désormais laissée aux banques. D'abord méthode dite standard : ratios imposés par le législateur (écarts max), puis méthode avancée (IRBA) autorégulation. Trop forte favoritisation des forts, trop grande pénalisation des autres, d'où importance agences notation. Favoritisation des hedge funds qui donnent en garantie un titre emprunté, de l'immobilier, des matières premières. Prolongation avec Bâle III.⁸

Campagne Obama : fundraising, a enrôlé 5 milliardaires, 21 pdg Wall Street, avocats, banquiers, 27000 personnes lui ont envoyé des chèques au montant max de 2300 (pas de

⁴ NAULOT p. 49

⁵ NAULOT p. 51

⁶ NAULOT p. 66

⁷ NAULOT p.53

⁸ ex. note NAULOT p. 65

plafond), ok Cour Suprême⁹, coût campagne des deux finalistes 2012 2.6 milliards, avec élection au congrès 6 milliards¹⁰

citation¹¹

offshorisation fiscale à Londres, Cayman, des opérations dérivées par AIG, Lehmann Brothers, Citigroup, Bear Sterns.

LES DÉFICITS PUBLICS

Sauver les banques et créer liquidité (confiance)

Citations Obama, Stiglitz¹²

FED Depuis 25 ans politique tx bas, depuis 5 ans politique non conventionnelle achat actifs sur marché. Depuis Alan Greenspan 1987 krach bourse planche à billets et tx zéro jusqu'en 2015 et tant que chômage pas 6.5 % (monétaristes : Milton Friedmann, Ben Bernanke), open market (tx directeur très proche tx marché), quantitative easing (QE) : achat de durées longues.

QE1 acquisition créance hypothécaires dès septembre 2008 (Mortgage based security)

QE2 acquisition emprunts d'Etat dès 2010

QE3 acquisition mensuelle 40 milliards mensuels créances hypothécaires dès 2012

Twist : acquisition créances du Trésor à très longues échéances (jusqu'à 30 ans) contre obligations courtes pour faire baisser les tx,

soit 4000 milliards fin 2013 depuis novembre 2008, dont 10 % opérations classiques achat bons du trésor

BCE 3000 milliards d'E plus les banques européennes

Si retour tx longs normalité pertes massives !!!

bilans banques centrales 25 % PIB US, 30 % PIB Européen contre 5 à 10 % avant

Autre banques centrales y contribuent en achetant massivement des \$ (surtout pays émergents)

De 1995 à 2013 base monétaire mondiale soit offre monnaie banques centrales (confiance) passe de 7 à 26 % du PIB mondial, USA multipliée par 7, UK 11, Euro 4, émergents 12) va vers actions, matières premières

⁹ NAULOT note p. 85

¹⁰ Tocqueville p. 88

¹¹ NAULOT P. 92

¹² NAULOT p. 95

RÉSULTATS DOW JONES

Continuité d'Alan Greenspan à Ben Bernanke :

deux ans après krach octobre 1987 niveau antérieur

deux ans après krach 2002, idem

deux ans après krach 9 mars 2009 (le plus bas, soit 6500) idem

de 1950 à 1980 : PIB US x 3.2 et Dow x 4 (200 à 800)

de 1980 à 2013 : PIB Us x 2.2 et Dow x 20 (800 à 15000)

Bourse Tokyo suite changement politique monétaire + 70 %

Cours de l'or lié abondance liquidités de 1970 à 2000 de 35 à 300 et 2013 1600 avant rechuter

En 1955 la bourse avait retrouvé niveaux de 1929 "Fed impuissante parce qu'elle le voulait" John Kenneth Galbraith

Les banques centrales ne sont plus indépendantes, mais dépendent des marchés

Le modèle social européen est mort avec le chômage des jeunes (Wall Street journal 24 février 2012)

ENDETTEMENT

Ménages US

Dette ménages US de 1995 à 2013 de 65 % PIB, à 103 % (France : 53 %)

Tx de défaut 10 % et 200 000 expulsions par mois encore fin 2013

Chômage réel¹³

Productivité US 10 dernières années + 25 %, salaires + 5 %, alors que de 1949 à 1980 congruence parfaite

US Comme en 1920 :

1 % des plus riches ont 20 à 25 % du revenu national (10 % début années 1980) (aujourd'hui 8 à 9 % en France stable depuis 1950)

Américains avec bons alimentaires (Supplemental Nutrition Assistance Program) 47 millions aujourd'hui contre 20 millions en 1990. Aide alimentaire globale en 40 ans de 250 millions à 68 milliards

¹³ NAULOT note P. 111

Dettes US¹⁴

1995 à 2000 dette publique US de 70 à 50 % du PIB (croissance économique)

2003 Georges Bush baisse impôts pour 350 milliards et augmente dépenses militaires de 75 milliards (4 % PIB)

2009 Bush plan d'urgence 150 milliards, puis Obama 787 milliards (7 % PIB)

2000 - 2013 dette fédérale 58 % PIB à 110 %, dette consolidée collectivités locales (3000 milliards, a doublé depuis 10 ans) de 81 % en 2007 à 130 % 2013 soit 20 000 milliards (seul chiffre comparable avec ratios européens)

Double déficit balance capitaux, commerciale, 150 milliards déficit, depuis chocs pétroliers 1971-73, 1979-80

Déficit commercial depuis 10 ans entre 510 et 840 milliards, 2012 : 741 (Biens et si l'on tient compte excédent services : 539)

Déficit balance courante (solde des biens + solde des services + solde transferts + solde revenus) est de 3 à 4 % PIB, record 6.1 % 2006

Dettes extérieures brute (Etat, entreprises, ménages) a triplé depuis 2006 à 16 000 milliard soit l'équivalent du PIB

Dettes fédérales totales de 9000 milliards 2008 à 17000 2013 et prévue 2200 2017

Dettes Europe

2007 à 2013 dette publique zone euro de 66 à 92 % PIB, endettement ménages 70 % et 96 % revenu disponible brut, tx épargne ménages 12 %, balance courante légèrement bénéficiaire

HEDGE : MÉCANISME SPÉCULATIF

dérivés de crédits sur marchés périphériques

terrain d'observation privilégié pour anticiper événements

quelques interventions ciblées sur ces marchés peu liquides, possibilité de faire décaler marchés importants et gagner bcp d'argent à découvert

si spéculation pousse tx marché secondaire dette publique 6 à 7 %, autre dimension de crise

TENTATIVES PARE-FEU

ex. : sommet 21 juillet 2011, créanciers privés mis à contribution dette grecque, médias anglo-saxons nécessité fonds solidarité au-delà des 440 milliards du FESF¹⁵, première fois message dette souveraine pas sacrée, afin éviter propagation France, Italie, Espagne. Voir

¹⁴ NAULOT Chine p. 117 et 133

¹⁵ Fond Européen Solidarité Financière

initiative brève Allemands le 18 mai 2010 (interdiction des ventes dette souveraine à nu, et des achats CDS à nu).

Visées amélioration gouvernance financière France-Allemagne août suivies seulement sommet 8 et 9 décembre par Pacte budgétaire (sanctions automatiques, sans relance croissance), annoncé timidement par la France en juin 2012 (critère 3 %, austérité sur toute la zone euro en pleine récession) : les marchés ont gagné.

MES¹⁶ créé 2 février et mis en place 8 octobre 2012, transfert des ressources du FESF, 700 milliards, peut prêter non seulement aux Etats, mais aussi marchés secondaires Etats et recapitaliser banques. Solde disponible 400 milliards (188 FESF Grèce, Irlande, Portugal, 100 Espagne, 9 Chypre), insuffisant pour Italie (financé 27 % Allemagne, 21 % France, destiné pays périphériques). Toutes décisions soumises au parlement allemand.

INTERVENTIONS BCE

4 baisses tx 2011 à 2013 (0.5, contre 0.25 USA).

2 opérations apport liquidités aux banques décembre 2011 et février 2012 annoncé illimité et finalement 1018 milliards (10 % PIB Zone) à 1 % et 3 ans (LTRO¹⁷), 800 banques dont 700 milliards banques espagnoles, bilan BCE a augmenté d'un tiers à plus de 3000 milliards, davantage que FED.

Les soldes Target 2 (transferts internationaux passent par banques centrales) ont augmenté et sont devenus structurels, banques centrales devenues débitrices de la BC allemande. Augmentation automatique avec augmentation crise.¹⁸

Juillet septembre 2012 prêt acheter titres souverains illimitée (Transactions monétaires au comptant, OMT), titres déjà émis inférieur à 3 ans.

La BCE se déclare prêteur en dernier ressort à la condition d'intervenir dans la gestion des Etats ! (open market ou sauvetage des Etats ?).

Opérations sauvetage Etat membre par un autre Etat membre strictement interdites (Traité art 125 Lisbonne, no bail out) avec exceptions (art 122), notamment problèmes d'approvisionnement énergétique, catastrophe naturelle, événements échappant provisoirement son contrôle.

Achat dette primaire interdite à BCE, mais libre marché secondaire (une seconde entre deux). Seul Ben Bernanke (FED) a fait une distinction claire (discours août 2012) entre politiques traditionnelles (open market : action sut tx et liquidités) et non traditionnelles (achat titres Etat marché secondaire : base légale aux USA).

Seuls les Etats et non pas la BCE peuvent décider de la mutualisation des risques !

¹⁶ Mécanisme Européen de Stabilité

¹⁷ Long Terme Refinancing Operations

¹⁸ NAULOT note p. 151

UNION BANCAIRE

Décision : supervision banques (décembre 2012, conseil de supervision 130 banques sur 6000), garantie des dépôts (E 100000, USA \$ 250000), gestion établissement en difficulté (to big to fail et aléa moral : garantie équivaut à inciter à prendre des risques).

L'Union bancaire de la Zone euro fait suite à l'échec de la mutualisation de la dette Zone euro. Du côté US la situation et les réactions sont différentes : le sauvetage de LTCM, Bear Stearns, AIG (US a injecté 182 milliards, ce qui a restauré la confiance et permis de reverser au titre de CDS 12,9 milliards à Goldman Sachs, 11.8 à Société Générale, 11.8 à DB), Northern Rock, Merrill Lynch, Citigroup, RBS, HBOS, Dexia, Société Générale, Hypo Real Estate, Crédit Immobilier, décidé en 24 heures pour des raisons à chaque fois singulières et pragmatiques.

Aides apportées jusqu'à la création de l'Union bancaire :

- trésorerie et garantie par Zone euro, UE, FMI, créanciers privés et déposants, depuis 2010 aux pays zone euro: 605 milliards, dont 383 Grèce, 79 Portugal, 85 Irlande, 41 Espagne, 17 Chypre, mais 660 compte tenu du non encore versé, financé 440 nations européennes, 90 FMI, 130 divers privés. (Argentine : \$ 20 milliards)
- financement dettes souveraines par BCE 880 milliards (achat dettes grecque espagnole, italienne)
- garantie donnée au MES¹⁹ : 750 milliards, dont 450 déjà au FSF
- soit en tout 2300 milliards créées ex nihilo

La dette publique a passé de 36 % en 2007 à 95 % en 2013

Dette publique de France détenue à 63 % par des non-résidents (71 % en 2010, contre 15 % en 1998) (9 % au Japon, pour 230 % PIB) (50 % pour USA) (Italie de 50 à moins de 35 %, Espagne de 55 à 34 %).

L'Union bancaire va dans le sens de la supranationalisation des structures et régulations européennes

SUPRANATIONALISATION DES RÉGULATIONS EUROPÉENNES

Depuis janvier 2011, suite rapport de la Rosière :

ESMA (European Securities and Market Authority), marchés financiers (produit les normes d'ici à 2015, notamment sur les hedge funds et les chambres de compensation qui centraliseront les transactions sur les produits dérivés), avec la règle comply or explain, mais sanctions restent compétence nationale

EBA (European Banking Authority), banques

¹⁹ Mécanisme européen stabilité financière

EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority, assurances)

ESRB (European Systemic Risk Board), risques stade précoce, mais petit effectif et confié à la BCE à qui la détection des risques a été confiée!

FSB (Financial Stability Board), bras armé du G20, clé de voûte régularisation mondiale, depuis le G20 à Washington du 15 novembre 2008, rassemble tous les ans les chefs d'Etat et gouvernements (85 % PIB mondial), mais communiqués, de précis et mobilisateurs au début de la crise, sont devenus déclarations d'intentions plutôt que engagements.

LES DÉRIVÉS SONT AU CŒUR DE LA SPÉCULATION ET DE LA CRISE

2013, moins de 10 % des dérivés traités de manière transparente sur les marchés organisés, et plus de 90 % sur les marchés de gré à gré OTC (Over the Counter), malgré les critiques du G20 de Londres en 2009.

Les dérivés de crédit ont baissé de 50 %. Tous les autres ont augmenté. Encours OTC fin 2012 633 000 milliards, multiplié par 7 depuis 2000, avec les dérivés sur plate-forme électronique : 685 000 milliards, soit 10 X le PIB mondial.

Montant dû en cas de dénouement immédiat : 25 000 milliards, soit 2 X 2007, soit PIB USA et Europe.

Opérations enregistrées territoires off-shore, donc par définissables en termes de risques.

Dérivés de crédit à la base de la crise de 2007. CDS (Credit Default Swaps), 10 % marché des dérivés en 2007, 5 % aujourd'hui. Intégrés et dissimulé risques hypothécaires subprime, délivrés par des hedge funds monoline (assureurs spécialisés) dans la délivrance de garanties aux communautés locales. Faillite des monolines sollicités dès que les tx sont remontés et que les ménages US ont fait faillite, banques s'étant assurées contre clients risqués ont fait faillite.

4 banques réalisaient plus du tiers des opérations CDS (JP Morgan, Citibank, Bank of America, HSBC).

Depuis 2012, en Europe, interdit détenir risque souverain à titre spéculatif, mais permis au titre de garantie hedgée.

Les 6 réformes décidées par le G20 :

- liste de dérivés normalisés, soit liquides et commercialisables sur le marché

- traitement en chambre de compensation (s'intercalent pour assurer la bonne fin, fixent le niveau des garanties et des appels de marge) en tant qu'instruments de marché

- négociabilité via plateformes d'échange ou électroniques (pas gré à gré, ou OTC)

- déclaration de tous les produits

- fixation de garanties pour assurer les appels de marge

- exigence de fonds propres adaptés aux dérivés échappant à la compensation

Retard en Europe, avancée aux USA, mais sans concertation et donc consensus quant aux standards, donc sans possibilité de reconnaissance mutuelle.

USA : réglementation en force pour 1 tiers des ambitions initiales

Le but d'inverser le rapport du gré à gré (90) et du marché (10%) est resté sans effet.

LE TROU NOIR DU SHADOW BANKING

De 1997 à 2007, la finance réglementée aux USA a progressé de 5000 à 10 000 milliards et la finance non réglementée de 5000 à 20 000 milliards, puis elle a régressé vers 15 000 avec l'effondrement du subprime, mais équivaut toujours au PIB US

en 2011 :

USA 23 000 milliards, des capitaux gérés 35 % pour la finance de l'ombre (shadow banking), 22 % pour les banques, 27 % assurances et fonds de pension, 11 % institutions publiques, 5 % banque centrale

Europe 22 000 milliards (UK 9 000)

USA et Europe 81 % d'une finance de l'ombre de 67 000 milliards, équivalent PIB mondial, en multiplication de 2.5 depuis 2002, soit 25 % finance mondiale et le 75 % de la finance réglementée se partageant 48 % banques, 16 % assurances et fonds de pension, 8 % banques centrales, 3 % publiques.

LES HEDGE FUNDS, SCANDALE DE LA VENTE À DÉCOUVERT

Hedge funds caractéristiques inchangées :

objectifs super-performance

prises de risque très élevées

opérations opaques,

retournement instantané des stratégies

techniques les plus sophistiquées

pas de responsabilité juridique en cas de faillite

partage annuel des plus-values entre

2013 plus de 2000 milliards

Les hedge funds ont stocké pendant les années de belle conjoncture des créances devenues par la suite risquées et peu liquides et ont par ailleurs acheté des risques extrêmes. Les gérants encaissaient, catastrophe des effets domino des appels de marge. Ont gagné en plus de la commission de gestion de 2 à 3 %, une part de 20 à 30 % de la performance annuelle

Alan Greenspan après 20 ans à la FED, est administrateur d'un hedge qui spéculé sur la faillite de l'économie Us et japonaise.

Faiblesse européenne : gérants à Londres et fonds dans paradis fiscaux. Idem USA, les contrôles portent sur les gérants et non pas directement les fonds. Ce ne sont pas les gérants qui sont contrôlés, mais les fonds ; même directive pour hedge et private equity. Contrôle par l'autorité nationale, soit pour les ¾ à Londres.

Bras de levier auto-entretenu de la vente à découvert. Fraude : vendre à découvert le matin, faire circuler rumeurs et racheter l'après-midi. Lors faillite de Bear Stern.

Les actions en circulation hedgées équivalent à plus de 130 % actions émises.

PARADIS FISCAUX

G20 Londres 2009 déclarations volontaristes contre blanchiment, secret bancaire, fraude fiscale, répétées en 2013.

Le problème de fond sont les distorsions fiscales considérables. Le débat autour de la fraude est un problème qui renvoie les politiques à leur propre responsabilité. Les paradis fiscaux augmentent exponentiellement depuis 20 ans. Lieux de passage pour les opérations des multinationales, refuge pour les fortunes mal acquises dans les pays émergents, bases opérationnelles pour les hedge funds, domiciliation de la gestion de fortune la plus traditionnelle, terre d'accueil pour opérations propres de grandes banques.

Estimée en 2012 à 25 000 milliards, soit PIB USA et Zone euro.

G20 a demandé en 2012 un rapport sur la "lutte contre l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices". Remis en 2013. Pour les USA, 1 700 milliards, pour l'UE 1 000 milliards euros. Iles vierges britanniques, sont le deuxième investisseur en Chine, après Hong-Kong et avant les USA. Ile Maurice le premier investisseur en Inde. Iles vierges britanniques, Chypre, Bermudes, Bahamas, les premiers investisseurs en Russie.

Déséquilibres en UE : Chypre, Irlande, Malte, Luxembourg le système financier est 7 X le PIB. La France est paradis fiscal pour le Qatar (Convention fiscale de 2008 : exonération des gains immobiliers et capital en France).²⁰

DÉVIANCES

En 2000 totalité transactions en toute transparence sur marchés réglementés, avec pour seule exception les unités de taille exceptionnelle négociés de gré à gré et à juste titre anonymement afin d'éviter de déséquilibrer le marché, sur des plateformes appelées dark pools. Depuis ces dark pools sont devenus de plus en plus petits et se sont transformés en dark trading.

Dès 2007 libéralisation complète marché actions, introduit par directive européenne **MIFID**, a laissé des brèches ouvertes. Création d'innombrables MTF (Multilateral Trade Facilities), spécialisées dans les transactions les plus rentables, a fragmenté le marché et asséché les liquidités et n'a jamais mené à la baisse voulue du coût des transactions.

²⁰ Cf. note p.245

Les banques ont traité les ordres de leurs clients sans respecter les règles du marché.

Transparence une fois la transaction faite, et pas de double annonce avant et après. La notion (opacité) de marché est mise en cause. En 2012 55 % du marché sur le CAC 40.

Projet de directive **MIFID II** depuis 2011.

Trading à haute fréquence et base algorithmique (High Frequency Trading). Front running : profiter de la connaissance des ordres du client et faire opérations avant lui. Rapport douteux anglais sur le fait que le HFT augmente la liquidité et diminue les coûts.

Mesures annoncées par la Commission :

- réglementer les sans cotation (tick size), soit le nombre de chiffres après la virgule, qui aurait pour effet immédiat de réussite dans les arbitrages
- imposer un ratio d'ordres minimal traités par rapport aux ordres entrés. Gros progrès, puisque 90 % ordres entrés sont annulés, ce qui biaise le marché.
- Le Parlement avait proposé un temps de latence d'une demi-seconde pour les ordres entrés, mais abandonné car suspecté de tuer le THF.

Krach éclair 6 mai 2010 Wall Street : entrée d'un ordre de 4.1 milliard sur produits dérivés a provoqué emballement du HFT, plusieurs plates-formes ont été asséchées brutalement, chute de cours spectaculaires, jusqu'à des valeurs proches de zéro. Chute Dow Jones de 10 % en 15 minutes, puis remonté de 7 % en en 10 minutes. Annulation d'un nombre considérable de transactions.

Knight Capital août 2012 sauvé de la faillite par recapitalisation immédiate des banques suite bug informatique. Perte par algorithme de 457 millions avant qu'on puisse arrêter le mécanisme.

Problème de la fair value :

Les USA l'imposent au monde mais ne la pratiquent pas pour les fonds monétaires. Les parts de fond sont souscrites à valeur constante (1 \$ et inscrites à 1 \$ et ne varient pas) sauf en cas d'accident (faillite). Les tout premiers investisseurs sortis sont donc avantagés. Panique sur les fonds monétaires après la faillite de Lehmann Brother. Course au guichet (run) qui a provoqué un effondrement des encours de 2400 milliards à 2100 milliards en quelques jours. Et le Trésor US a dû donner sa garantie pendant un an.

Montant des encours en 2013 : 2900 milliards et toujours pas de réglementation. La SEC en 2012 renoncé à réglementer le système. La Commission également pour préserver l'industrie financière au Luxembourg et Irlande. Lobby des gestionnaires de mutual funds US qui ne veulent pas les voir transformer en dépôts bancaires (BlackRock, Vanguard, State Street, Pimco, Fidelity, chacun d'entre eux gère équivalent PIB France. L'Investment Company Institue est le lobby qui représente 11 000 milliards de fonds gérés. La moitié de l'encours mondial de la gestion d'actifs traditionnels (l'encours mondial de mutual funds est 20 000 milliards, ce qui équivaut aux fonds de pension et fonds des compagnies d'assurance).

BÂLE III

Vrais fonds propres des banques doivent (libérés) passer de 2 à 4.5 %, plus conservation buffer de 2.5 % pour risques exceptionnels, plus counter-cyclical buffer de 2.5 % (soit 9.5 %), mais 12 % pour établissements à risque systémique. Soit passer de 2 à 12 %. Calcul à rendre public dès 2015. attention au renchérissement du crédit.

Le rapport fonds propres au total actifs non pondérés y compris les dérivés a passé de 30 à 20 en Europe, mais est de 12 aux USA.

BONUS

Europe : 2010 bonus liés à la performance à moyen terme. 2013 : plafonnement du bonus au montant de la rémunération fixe, ou bien le double si actionnaires d'accord.

USA : rien. Stabilisation à 20 milliards après pic de 35 en 2006.

Jean-Marie Brandt, 18 juin 2014

ANNEXE A : ÉVALUATION AVANCEMENT DES RÉFORMES²¹

ANNEXE

Traitement de la bulle spéculative

Évaluation de l'avancement des réformes

Chantiers	Europe	États-Unis
Nouvelles institutions	3	2
Dérivés (compensation)	1	2
Dérivés (reporting)	2	3
Hedge funds	1	1
Ventes à découvert	3	4
Matières premières	0	0
Finance de l'ombre	0	0
Paradis fiscaux	1	1
Taxe financière	1	0
Marchés actions	1	1
HFT (<i>trading</i> à haute fréquence)	0	0
Innovation financière	2	1
Fonds propres des banques	4	2
Boîte noire (distribution du crédit)	0	0
Structures bancaires	1	2
Agences de notation	1	1
Bonus	5	0
Normes comptables	3	1
Total (sur 85)	29	21
Chemin parcouru	34%	25%

La notation de 0 à 5 est fonction de l'état d'avancement de la réglementation, de son éventuelle entrée en application et de l'appréciation que l'on peut porter sur la qualité de son fonctionnement. Elle n'engage naturellement que l'auteur.

Date de l'évaluation : mi-2013.

²¹ NAULOT Annexe p.278

ANNEXE B²² : Elections européennes mai 2014

Variation 1999 - 2014 des élus :

Parti populaire européen (démocratie chrétienne, conservatisme libéral) :	280 à 220
Socialistes	: <u>180</u> à <u>195</u>
total	<u>460</u> à 415
partis libéraux qui devraient se rallier	<u>60</u>
	<u>475</u>

Sur 732 sièges, la marge traditionnaliste demeure confortable.

Pour la première fois la tendance à l'abstention a stoppé (mauvaise image).

Ces résultats sont preuves que l'image européenne est bonne.

Italie : résultat traditionnaliste brillant, mais causes exceptionnelles (Matteo Renzi)

Allemagne : stabilité, pas de problème

France : très mauvais résultat, montre un désarroi devant l'Europe, c'est que l'ajustement économique, contrairement aux autres pays n'est pas encore entamé en F. F = facteur d'inquiétude pour l'Europe.

Pas de changement, pas de montée des europhobes, le risque de sortie s'estompe.

La montée des partis anti-européens pas assez importante pour gêner. De plus bagarres entre les groupes des 7 pays concernés quant à savoir quelle Europe on veut. Il est plus difficile de dire oui que de dire non.

Innovations dues à la crise

- Coordination budgétaire de facto, qui va devenir coordination de la relance
- Questionnement politique : à propos de la Grèce pour la première fois les gens se sont sentis concernés (créanciers privés)
- Contestation portée au niveau du Parlement, ce qui est un plus par rapport à l'affadissement technocratique jusqu'à présent

²² Analyse de José-Maria Gill Roblès, président de la Fondation Jean Monet pour l'Europe, AG de la Fondation le 11 juin 2014

Problèmes

- Absence de vision incarnée de l'Europe, pas de leadership (le dernier : Jacques Delors avec l'intégration politique par la monnaie), pas de réflexion sur : comment l'Europe va s'intégrer dans la globalité du monde en pleine mutation, d'où l'avancée de la vision et du pouvoir selon l'axe Asie-US.
- Lors de la campagne : l'Europe est présentée comme un problème, on ne parle pas des enjeux européens, on ne parle que des enjeux nationaux
- Seule exception : l'immigration en particulier clandestine et pas d'argent pour l'Italie ni la Grèce ou pas de politique pour les empêcher de venir. Si une solution est trouvée, l'Europe bascule vers l'intégration
- Il n'y a pas d'engagement de la société civile en faveur de l'Europe.

ANNEXE C : APPRECIATION J.C. TRICHET ²³

Avenir de la Zone euro

- 1- Lecture
- 2- Résilience
- 3- Démocratisation

1- Lecture

Des subprime à Lehmann Brothers, épicentre de la crise : Wall Street

- 9 août 2007 à l'ouverture soudain plus de marché, plus de prix, plus d'Euro, et en 2 heures la BCE a engagé liquidités annoncées illimitées à 4 % à toutes les banques Zone euro, demandé : 95 milliards.

Lehmann Brothers lundi 15 septembre 2008 en faillite, vision d'écroulement du château financier, d'où informations d'abord rassurantes par le Trésor US, ("sanction d'une mauvaise gestion", comme en URSS !!), rhétorique appropriée pendant deux jours.

Dès jeudi 18 septembre les BC publient communiqué, donnent accès à la liquidité à des conditions très favorables en \$, ainsi que des garanties dans leur monnaie propre.

US effondrement économie réelle, spectre de la plus grande récession après 1929, 3 trimestres consécutifs de baisse PIB (dernier 2008, deux premiers 2009), juin 2009 stabilisation, puis redémarrage économie réelle.

- Crise risques souverains. L'Europe devient l'épicentre de la crise, mais avec une dimension mondiale (à commencer par la Grèce, modèle pour la suite).

C'est que :

- Règles de bon sens du Pacte Stabilité n'ont pas été respectées, et que sa renégociation a été demandée par F et A.
- Pas de suivi dans Zone euro indicateurs compétitivité économique (coût unitaire productivité, balance paiements courante) malgré la remarque de la BCE en 2005.
- Evolution différentielle accélérée des productivités avec la crise
- Pas d'union bancaire
- pas de marché unique des services

²³ Discours de Jean-claude Trichet, ancien Président BCE et membre honoraire BF, à l'AG de la Fondation Jean Monet pour l'Europe, le 11 juin 2014

- pas de crédits de solidarité des banques et des Etats
- pas de corrélation en matière financière, garantie des Etats, survie des banques
- mise en question de la crédibilité des banques, des Etats
- pas de mécanisme de gestion de crise, ni de règles de prêts inter-pays face à l'agressivité des marchés
- pas de marché unique chez les 28, pire dans la Zone euro
- refus mise en œuvre des réformes structurelles valables pour les 28, mais pire pour les 19

2- Résilience (aujourd'hui) :

- Programme Lisbonne en place 100 %
- Pacte stabilité, croissance renforcée, renversement charge de la preuve, davantage compétence à la Commission,
- procédures en place suivi compétitivité
- Création union bancaire prudentielle et budgétaire, centralisation surveillance et décisions
- Nécessité d'un nouveau Traité après ces percées de facto dans l'union politique
- Europe n'est plus l'épicentre de la crise aigue
- Progrès radicaux gouvernance économique, financière, budgétaire
- Pays ont fait efforts ajustement considérables
- 5 pays sous tension de retour à une balance courante positive (8 à 12 %), et croissance PIB
- l'aide de la communauté mondiale est aujourd'hui en excédent
- hésitations quant à la sortie abandonnées : ce sont les démocraties qui ont résisté
- l'Union s'est élargie de 15 à 18 (Slovaquie, 2 pays baltes) et Lituanie prévue pour 2015
- BCE reconnue à la hauteur, décisions très lourdes en 2010, 2011, avec son intervention sur les budgets en dépit des Traités.

3- Démocratisation

Renforcement du processus démocratique :

Très loin dans la coordination politique de facto : quid de la légitimité démocratique, c'est un vrai sujet (Voir Jürgen Habermas) :

il s'agit d'une "légitimation de rattrapage"

Sondage rejet démocratique après élections confiance dans

- parlement européen : 39 % oui et 48 non
- commission : 35 % oui et 47 non
- BCE : 34 % oui et 49 non

- Parlements nationaux : 25 % oui et 69 non (Pire)

- gouvernements nationaux : 23 oui et 72 non (Pire)

4- Conclusions²⁴

Comment faire passer l'idée à un pays qu'il doit changer son budget et sa compétitivité ?

La sanction par l'amende ne fait qu'aggraver la situation

Demander l'arbitrage du Parlement européen (par le pays concerné et/ou par le Parlement européen) ? Respecte le principe de subsidiarité

Refaire un traité

Jean-Marie Brandt, 18 juin 2014

²⁴ Lire note NAULOT p. 165

ANNEXE D : ARTICLES DISTRIBUÉS²⁵

- 1- Validation initiatives 4 juin 2014
- 2- Conseil Fédéral, FINMA, Yuan 5 juin
- 3- Europe met de l'ordre finance 15 janvier
- 4- Dette chinoise 5 janvier
- 5- Réforme LIBOR 20 janvier
- 6- Bruxelles et le to big to fail 30 janvier
- 7- Plan fin dette 31 janvier
- 8- Banques de l'ombre 18 février
- 9- Sénat Us et CS 26 février
- 10- Acteurs émergents 3 mars
- 11- Suisse et blanchiment 3 mars
- 12- Blanchiment fiscal 13 mars
- 13- Echange automatique 17 mars
- 14- Suisse et UE 4 avril
- 15- Suisse et Bruxelles 10 avril
- 16- Vaud et la fiscalité 5-6 avril
- 17- Richesse nations 3 mai
- 18- Banques jouent le jeu 13 mai
- 19- Dividendes 21 mai
- 20- CS survit 21 mai
- 21- Washington et Wall Street 2 juin
- 22- BCV et facture fiscale 21 février

²⁵ Le Temps, 2014

ANNEXE E : REGROUPEMENT ARTICLES DISTRIBUÉS²⁶**VAUD**

16 Vaud et la fiscalité 5-6 avril

22 BCV et facture fiscale 21 février

SUISSE

1 Validation initiatives 4 juin 2014

2 Conseil Fédéral, FINMA, Yuan 5 juin

11 Suisse et blanchiment 3 mars

12 Blanchiment fiscal 13 mars

13 Echange automatique 17 mars

14 Suisse et UE 4 avril

15 Suisse et Bruxelles 10 avril

20 CS survit 21 mai

EUROPE

3 Europe met de l'ordre finance 15 janvier

6 Bruxelles et le to big to fail 30 janvier

²⁶ Le Temps, 2014

8 Banques de l'ombre 18 février

USA

9 Sénat Us et CS 26 février

18 Banques jouent le jeu 13 mai

21 Washington et Wall Street 2 juin

MONDE

4 Dette chinoise 5 janvier

5 Réforme LIBOR 20 janvier

7 Plan fin dette 31 janvier

10 Acteurs émergents 3 mars

17 Richesse nations 3 mai

19 -Dividendes 21 mai