

---

# Dix ans d'actualité des marchés financiers

---

*Hugues Le Maire*

Version 0.0

# Dix ans d'actualité des marchés financiers

---

## Table des Matières

2007 – L'année où tout craque.....	9
2008 – Reality Check.....	15
2009 – Un monde à deux vitesses .....	21
2010 – La fin du taux sans risque.....	26
2011 – Le fardeau grec, l'UE désemparée, <i>annus horribilis</i> .....	32
2012 – La zone euro s'équipe enfin d'une banque centrale.....	38
2013 – La BCE prend le large .....	41
2014 – Crise des matières premières dans une certaine indifférence.....	45
2015 – Où l'on reparle de la Grèce, encore .....	50
2016 – Les peuples reprennent le pouvoir qu'on avait voulu leur confisquer.....	55

Version 0.0

# Avertissement

---

Tous les propos qui figurent dans ce document revêtent un caractère personnel. Même s'ils se veulent objectifs, des appréciations sont parfois formulées, des avis donnés, qui sont les miens et qui ne sauraient engager quiconque ni une société.

Des erreurs, des omissions, des imprécisions ont pu se glisser dans la description des événements qui est faite. Cette description est celle d'un acteur au quotidien des marchés financiers, et non d'un historien ou d'un écrivain.

S'agissant des omissions par exemple, le sujet des Printemps arabes est, me semble-t-il, insuffisamment approfondi dans cette version 0.0. S'agissant des imprécisions, il me semble que les différents plans d'aide à la Grèce auraient pu être davantage détaillés. Mais très sincèrement, lorsque l'on vous annonce deux ans après le déclenchement d'une crise l'organisation d'une n-ième grande réunion de la dernière chance censée résoudre la crise grecque, vous vous lassez et vous ne prenez pas nécessairement tous les détails en note.

Version 0.0

# Dix ans d'actualité des marchés financiers

---

Le 2 janvier 2007, je commençais à noter sur un fichier unique tous les éléments quotidiens importants sur les marchés financiers. Je ne savais pas alors que cette première note était le début de dix années de points quotidiens, au sein desquels j'allais confiner lectures de rapports financiers, conférences d'économistes, rendez-vous avec des investisseurs, rencontres avec des responsables de sociétés, qu'ils soient en charge de la stratégie ou des relations avec les investisseurs.

Rien ne devait m'échapper. Je devais disposer de toute l'information, triée, organisée dans un seul et unique document que je puisse consulter facilement. Connaitre et comprendre l'histoire pour mieux l'anticiper, tout en sachant que jamais elle ne se répète exactement à l'identique ? En gestion, aussi la démarche n'est pas dénuée d'intérêt.

Nous sommes aujourd'hui le 2 janvier 2017. Voilà dix ans très exactement, donc, que j'ai commencé ce travail. A la relecture de ces centaines de pages, je m'aperçois combien il est difficile d'anticiper le futur, même proche, et ainsi prendre les bonnes décisions d'investissement.

Je constate également que parmi les plus grands stratégestes, spécialistes, gouverneurs de banques centrales, hommes politiques influents, économistes écoutés, rares sont ceux, au cours de ces dix dernières années, qui ne soient trompés, le plus souvent totalement, sur l'évolution de l'économie et des marchés. A moins qu'ils n'aient menti.

Coup de rétroviseur sur dix années d'instabilité.

Version 0.0

# 2007 – L'année où tout craque

---

« *We've achieved a lot in our first 10 years, but as I like to say, for New Century the best is yet to come!* »

*Brad Morrice, Associé de New Century Corp., 2006, peu avant la faillite du groupe*

2007 est l'année au cours de laquelle tout craque, de partout. 2007, année des tours de passe-passe de Bear Stearns, de BNP Paribas, pour faire face à des sorties de fonds monétaires dont ces banques commencent à se demander si le prix des parts ne serait pas proche de zéro, mais qui ne veulent pas l'admettre, ou ne pas le dire. 2007, année floue, où la théorie du « rebalancement » de la croissance mondiale, des Etats-Unis vers le reste du monde, et notamment des pays émergents, va permettre aux marchés financiers de se maintenir. Où le phénomène de « contagion » du marché immobilier à l'ensemble de l'économie américaine est évoqué, mais comme une théorie parmi d'autres possibles. 2007, année au cours de laquelle il est difficile de prendre conscience de l'ampleur des pertes et de la taille de ce marché immobilier américain, notamment sur le marché *subprime*. En décembre, à la suite de l'annonce extraordinaire du Président américain George W. Bush de tenter de stopper les *foreclosures*, des premiers chiffres tombent : 775.000 foyers qui seraient insolvables, 30% d'impayés, 143 milliards de dollars de dette, au moins. Les vrais chiffres seront en réalité dix fois plus élevés ! Alors, le miracle de cette année 2007, c'est que les marchés actions achèvent la période en hausse : +6.79% sur l'Eurostoxx, +3.53% sur le S&P500.

**31 janvier 2007** Cheng Siwei, vice-Président de l'Assemblée nationale populaire de Chine, met en garde les marchés contre la formation d'une bulle boursière, dans un article publié dans le Financial Times. « *Les investisseurs devraient s'inquiéter des risques* ».

**1<sup>er</sup> mars 2007** Alan Greenspan, ancien Président de la Réserve Fédérale américaine (Ben Bernanke a pris sa succession un an auparavant, le 1<sup>er</sup> février 2006), estime qu'une récession est « possible » mais « peu probable » en 2007, le stock de maisons invendues se réduisant rapidement.

**13 mars 2007** New Century Financial Corp., 7.200 employés, près de 2 milliards de dollars de capitalisation boursière, fait faillite. La rumeur courait depuis la veille. La société avait été fondée en 1995 par trois associés et elle était une véritable *success story*. En 1998, 2 milliards de dollars d'opérations de financement avaient été réalisées. En 2000, 4.2 milliards de dollars. En 2005, New Century Financial Corp. avait réalisée pour plus de 56 milliards de dollars d'opérations de financement, avant de devenir le second plus gros originateur de crédits *subprime* aux Etats-Unis. La société fait officiellement faillite le 2 avril 2007.

La question d'une récession américaine se repose alors, le marché immobilier américain représentant 23% de l'économie, et semblant de plus en plus fragile. Le même jour, le chiffre des ventes au détail pour le mois de février est mauvais, venant appuyer la thèse d'un début de récession.

**19 mars 2007** Rumeur de cotation en bourse du groupe Blackstone. Selon McKinsey, la société d'investissement vaudrait au moins 60 milliards de dollars. Aujourd'hui, dix ans plus tard, elle vaut moins de 37 milliards, et son prix par action de l'ordre de 30USD n'a pas évolué.

**5 avril 2007** L'action Puma grimpe de 10%. Le groupe PPR serait en passe d'acquérir le second plus grand groupe d'articles de sport en Europe, dont la taille est de 6 milliards d'euros. Guenther et Daniela Hertz possèdent 30% du groupe et céderont leurs parts à 330 euros par action. Le reste de l'entreprise sera (presque totalement) cédé le 10 avril 2007. Un an et demi plus tard, fin 2008, les parts valent 100 euros. Elles cotent aujourd'hui un peu moins de 300 euros.

**23 avril 2007** Décès de Boris Yeltsin.

**27 avril 2007** Le chiffre de croissance américaine pour le premier trimestre 2007 est mauvais. Les raisons en sont le ralentissement du marché immobilier et le déficit commercial. Mais la thèse communément admise est celle du « rebalancement » : les Etats-Unis ne seront plus la locomotive de l'économie mondiale, et les pays émergents vont prendre le relai d'une croissance mondiale qui sera donc préservée. Au premier rang, Asie, Inde et Europe de l'Est.

**6 mai 2007** Election de Nicolas Sarkozy à la présidence de la République française.

**15 mai 2007** HeidelbergCement, le plus grand producteur allemand de ciment, acquiert le producteur anglais Hanson Plc pour 16 milliards de dollars, réalisant ainsi la plus grosse transaction mondiale dans le secteur des matériaux de construction. HeidelbergCement cote alors plus de 100 euros en bourse. A la fin de l'année 2008, la société vaut moins de 30 euros en bourse. Aujourd'hui, début 2017, elle en vaut 90.

**6 juin 2007** La BCE augmente son taux directeur de 3.75% à 4.00%, et son Président Jean-Claude Trichet estime que ce niveau ainsi que la politique monétaire sont encore « accommodants ». Les risques d'inflation sont très souvent évoqués par les banquiers centraux. La veille, le 5 juin, Ben Bernanke a estimé que l'inflation demeurerait « la principale source d'inquiétude ». A ce moment, le taux d'inflation « *CPI Headline* » est alors de +5.0% (30 juin 2008). Un an plus tard, le 30 juin 2009, le taux s'effondrera à -1.4%.

**14 juin 2007** Les statistiques de taux d'impayés sur le marché immobilier américain font état d'une augmentation des situations problématiques, notamment sur le marché dit « *subprime* », une expression que

beaucoup découvrent, où le niveau de défaut atteint un plus haut depuis cinq ans, à 2.43%. Sur le marché « *prime* », le taux atteint 0.25%, le plus élevé jamais constaté.

Le même jour, la banque Bear Stearns annonce la liquidation de son hedge fund *Bear Stearns High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund* en cherchant à se défaire de 3.8 milliards de dollars de créances hypothécaires. Le fonds avait été créé dix mois auparavant avec 600 millions de dollars d'actifs et un levier de 10 fois.

Au cours du mois de juin, ces nouvelles sont largement ignorées, et l'indice actions européen Eurostoxx 50 va dépasser les 4.500 points. Certes pas les 5.500 points du premier trimestre 2000, mais un plus haut de sept ans.

**21 juin 2007** La banque Merrill Lynch menace de vendre 850 millions de dollars d'actifs de hedge funds gérés par la banque Bear Stearns, qu'elle a saisi pour couvrir les pertes sur les fonds.

**22 juin 2007** Bank of America adresse une note à ses clients où elle explique les pertes sur le marché immobilier américain ne sont que la « partie immergée de l'iceberg ». Elle estime que 515 milliards de dollars sont financés à taux variables, or les taux sont plutôt orientés à la hausse. De plus, 680 milliards de dollars doivent être refinancés en 2008. Cela comprend naturellement les hypothèques à taux fixe, toutes à échéance de 5 ans maximum en Amérique du Nord. Toujours selon les calculs de la banque, plus de 70% de ces 680 milliards portent sur des emprunts *subprime*.

Ce même jour, Bear Stearns annonce racheter à ses clients, sur ses propres fonds (en compte propre), 3.2 milliards de dollars d'actifs de son fonds *Bear Stearns High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*. La banque n'a pas tellement le choix car Merrill Lynch a menacé la veille de vendre pour 850 millions de dollars d'actifs saisis en couverture des pertes sur ce fonds. Ce qui aurait nécessité de déterminer un prix de vente, nécessairement public, et trop faible à communiquer au public pour Bear Stearns, qui favorise donc une opération de sauvetage discrète et en interne, la plus importante depuis 1998 (LTCM).

**26 juin 2007** Queen's Walk Investment, hedge fund géré par Cheyne Capital à Londres, rencontre, à une échelle beaucoup plus petite que Bear Stearns, des difficultés de trésorerie, et réussit à se séparer de son portefeuille d'emprunts *subprime*. Si les sommes sont faibles d'un point de vue systémique, c'est le niveau du *mark down* qui inquiète le marché : -50%.

**28 juin 2007** Cambridge Place clôt un fonds immobilier de 900 millions de dollars, Caliber Global Investments. La banque Lazard « essaye de secourir le fonds ».

**29 juin 2007** Les trois grandes agences de notation américaines sont accusées de ne pas être suffisamment proactives dans la dégradation de la notation des emprunts adossés au marché américain *subprime*, portant sur un montant de l'ordre de 200 milliards de dollars.

**10 juillet 2007** Rumeur de la dégradation par S&P et Moody's de 12 milliards de dollars d'obligations immobilières.

**13 juillet 2007** Pour la première fois, la question d'une contagion du marché immobilier au reste de l'économie américaine est posée à la suite des mauvais chiffres de vente au détail pour le mois de juin.

**16 juillet 2007** Nouvelle dégradation sur les obligations immobilières américaines, qui alimente la rumeur selon laquelle un grand groupe (je note « JPM, Citigroup ? »), à la suite de la faillite du fonds de Bear Stearns au cours du mois de juin, serait à son tour en train de liquider un portefeuille. Les obligations de

plus mauvaise qualité (BBB) traitent désormais à 45% du pair, et, depuis aujourd'hui, les meilleures notations sont attaquées. Les tranches AAA achèvent la journée à 95% du pair.

**17 juillet 2007** L'indice de confiance des professionnels de l'immobilier NAHB tombe à son plus bas niveau depuis 1991, à 24. Il faudra attendre près de deux ans, début 2009, pour qu'il touche son point le plus bas, inférieur au niveau de 10. Le même jour, on annonce que Goldman Sachs, JP Morgan Chase ainsi que « d'autres établissements » seraient coincés avec au moins 11 milliards de dollars de créances hypothécaires invendables. Bear Stearns indique par ailleurs que la valorisation de ses deux hedge funds *Bear Stearns High Grade Structured Credit Strategies* et *Bear Stearns High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*, de 1.5 milliards de dollars à la fin de l'année 2006, est à présent proche de 0. Le premier fonds, au profil plus conservateur, a vu sa valeur liquidative diminuer de 91%. Le second fonds ne vaut plus rien.

**19 juillet 2007** Devant le Congrès, le Président de la Réserve Fédérale américaine Ben Bernanke exprime à nouveau ses craintes par rapport à l'inflation trop élevée. En échos aux mauvais chiffres de ventes au détail du 13 juillet, il évoque pour la première fois des doutes sur une possible propagation, via le consommateur, de la baisse du marché immobilier au reste de l'économie américaine.

**20 juillet 2007** KKR doit retarder son projet de rachat d'Alliance Boots, la plus grande chaîne de pharmacies anglaise (3.100 points de vente alimentant 125.000 pharmaciens et hôpitaux), annoncé le 24 avril pour un montant de 22 milliards de dollars, ce qui en faisait la plus grande opération de LBO jamais réalisée en Europe. 18.5 milliard de dollars devaient être levés pour financer l'opération, mais le groupe n'arrive pas à boucler l'opération à ce stade.

**23 juillet 2007** Alan Greenspan, à une conférence à New York, estime que « soudainement, il n'y aura plus d'argent du secteur du financement de l'immobilier, et même plus d'argent en général, pour financer ou refinancer un quelconque projet. » Il ajoute : « c'est inévitable, mais je ne sais pas exactement quand cela va se produire ».

**25 juillet 2007** Selon S&P, l'état du marché immobilier américain *subprime* donne de « sérieuses raisons de s'inquiéter ». S&P considère néanmoins que le problème n'est pas d'ordre systémique.

**6 août 2007** Gros rebond des valeurs financières américaines sur rumeur d'une intervention du gouvernement américain.

**9 août 2007** BNP Paribas bloque les sorties de trois de ses fonds d'emprunts hypothécaires d'une valeur de 1.6 milliards d'euros, qui viennent de perdre 20% en moins de deux semaines. La banque estime qu'elle ne peut valoriser correctement le prix des parts dans le cas d'une sortie.

Le même jour, la BCE annonce débloquer en urgence 94.8 milliards d'euros sur le marché interbancaire à la suite de la demande pressante de certaines banques. La BCE est la première banque à prendre cette mesure exceptionnelle, la première mesure « non-conventionnelle » de transmission de la politique monétaire.

**10 août 2007** La BCE reprend ses opérations sur le marché interbancaire pour un montant de 61 milliards d'euros. Le taux interbancaire Libor s'emballe et passe de 5.32% le 7 août à 6.00% aujourd'hui.

**17 août 2007** Annonce surprise de la Fed qui baisse son taux « *Discount* » de 6.25% à 5.75% et offre aux banques d'un « *term financing* » pouvant aller jusqu'à un mois, en lieu et place des systèmes de compensation quotidiens.

**21 août 2007** Rumeur de faillite de Bear Stearns.

**25 août 2007** Les statistiques américaines indiquent que le stock de maisons invendues atteint le niveau le plus élevé depuis 1991.

**7 septembre 2007** Dans un discours prononcé à Washington, Alan Greenspan estime que le comportement des marchés est « identique » à celui observé lors de toutes les crises précédentes de grande ampleur, notamment en 1987.

**10 septembre 2007** Le milliardaire anglais Joseph Lewis, domicilié aux Bahamas, acquiert 7% du capital de Bear Stearns pour 860 millions de dollars. Cette opération valorise alors la banque 12 milliards de dollars.

**14 septembre 2007** Northern Rock, la plus vieille banque anglaise dont les origines remontent à 1850, lance un avertissement sur ses résultats 2007, qui ne devraient guère dépasser les 500 à 540 millions de livres, contre une anticipation des analystes de l'ordre de 650 millions. La banque annonce par ailleurs l'obtention auprès de la Banque d'Angleterre d'un prêt d'urgence d'un montant non spécifié. Le cours de bourse plonge de 31%.

**17 septembre 2007** Le cours de l'action Northern Rock plonge à nouveau de plus de 35%. Malgré la garantie apportée par le gouvernement britannique sur tous les dépôts de la banque. Files d'attente des épargnants dans les rue de Londres.

**9 octobre 2007** Jean-Claude Trichet devant le Parlement européen à Bruxelles : le risque demeure celui d'une inflation trop élevée. « Les perspectives de croissance économique sont favorables. » Le même jour, les Minutes de la Fed du 18 septembre évoquent une « implosion du marché immobilier ».

**24 octobre 2007** Merrill Lynch passe 2.5 milliards de plus de dépréciations, en plus des 5.0 milliards annoncés en début de mois, soit 7.5 milliards, sur le seul troisième trimestre 2007. La banque réalise sa première perte trimestrielle en six ans.

**26 novembre 2007** HSBC acquiert sur ses fonds propres pour 45 milliards de dollars d'actifs sur ses fonds immobiliers Cullinan Finance, Ltd. et Asscher Finance, Ltd afin d'éviter toute sortie massive des fonds.

**27 novembre 2007** Je note que le marché est encore, à ce stade, incapable d'estimer précisément les sommes en jeu sur le marché *subprime*, et que le risque que fait peser le marché immobilier américain est encore beaucoup trop imprécis.

**30 novembre 2007** Conférence téléphonique avec John Paulson. Selon ses termes, une récession américaine est « inévitable ». Les banques sont dans une situation particulièrement précaire, et très sensible à la valorisation de leurs actifs. Les banques ne valent potentiellement plus rien et l'on court à la catastrophe sur le marché.

**6 décembre 2007** Le Président américain George W. Bush en personne annonce une interdiction des saisies de maisons (« *foreclosures* ») ainsi que la fixation de nouveaux taux d'intérêt pour 5 ans afin d'éviter des *reset* excessifs. Le plan est organisé par le ministre des finances Henry Paulson, avec l'aide des différents régulateurs. Mais selon Crédit Suisse, le plan intervient trop tard, car le *reset* des taux d'intérêt n'est plus le sujet, 30% des débiteurs *subprime* ne payant déjà plus leur hypothèque, soit 775.000 maisons, pour un stock d'hypothèques de l'ordre de 143 milliards de dollars.

**12 décembre 2007** Annonce d'une action coordonnée de la Fed, de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Banque Nationale de Suisse (SNB) pour une injection massive de liquidités dans le système interbancaire. La Fed va notamment mettre à disposition de la BCE et de la SNB 24 milliards de dollars américains pour subvenir à tout besoin.

**18 décembre 2007** La BCE annonce avoir prêté 349 milliards d'euros à échéance de deux semaines au taux de 4.21%. Il était estimé, lors de la mise en place de l'action une semaine auparavant, que moins de 200 milliards d'euros seraient nécessaires.

**20 décembre 2007** Bear Stearns, l'une des plus importantes banques sur le marché immobilier américain, annonce une perte sur le Q4 2007 de 854 millions de dollars à cause de ses activités sur l'immobilier, un chiffre quatre fois plus élevé que les anticipations des analystes.

**27 décembre 2007** Assassinat de Benazir Bhutto, ancienne Première Ministre du Pakistan, première femme élue démocratiquement à la tête d'un pays musulman. L'attentat suicide est condamné par la communauté internationale.

Version 0.0

# 2008 – Reality Check

---

*« La crise financière est finie [...] Le pire est passé. Je reviens des Etats-Unis. Les acteurs de marché sont unanimes. »*

*Patrick Artus, Challenges, 3 avril 2008*

2008, année au cours de laquelle, dès le mois de janvier, les compteurs s'affolent, aux Etats-Unis, et dans le reste du monde. Les compteurs des pertes des établissements financiers, en dizaines de milliards de dollars, des nécessaires levées de capitaux, des dépréciations d'actifs, des nationalisations de fait, pudiquement appelées dans le cas de Freddie Mac, Fannie Mae ou AIG, des « mises sous tutelle ».

Dès le mois de mars, une première victime centenaire, Bear Stearns. En Europe, les dirigeants ne voient toujours rien venir. Les cours du pétrole et des denrées alimentaires ne cessent de grimper. La BCE est obnubilée par le niveau de l'inflation et le 3 juillet 2008, elle relève son taux directeur.

C'est en septembre que tout va s'accélérer, après la faillite de Lehman Brothers. En quelques semaines, toutes les banques vont être touchées, de près ou de loin, partout dans le monde. Elles connaissent des fortunes diverses dans leur gestion de l'urgence absolue. Wachovia et Washington Mutual aux Etats-Unis, Fortis et Hypo Real Estate en zone euro, Northern Rock (nationalisée dès février) et Bradford & Bingley au Royaume-Uni, ne passeront pas l'année.

Rapidement, les plans d'injections de liquidités démarrent, s'enchainent, se suivent et s'additionnent, à l'initiative des banques centrales et des gouvernements. Fin 2008, la situation semble à peu près stabilisée.

**8 janvier 2008** Goldman Sachs upgrade Valeo de « vente » à « attractif ». L'action cote 9.50 euros. Elle finira à 3.50 à la fin de l'année 2008.

**10 janvier 2008** Jean-Claude Trichet, Président de la BCE, estime que l'institution pourra agir de manière « préventive » en cas de dérapage de l'inflation. Des économistes estiment que la BCE est trop optimiste sur ses prévisions de croissance.

**15 janvier 2008** Citigroup annonce 18 milliards de dollars de dépréciation d'actifs pour le Q4 2007, au lieu des 8 à 11 milliards annoncés le 4 novembre 2007.

**17 janvier 2008** Merrill Lynch annonce 17 milliards de dollars de dépréciations d'actifs pour le Q4 2007 et annonce une perte deux fois supérieure aux anticipations des analystes. Le même jour, Ben Bernanke s'adresse au Congrès et demande un plan de relance budgétaire de 150 milliards de dollars. Jean-Claude Trichet affirme lui que « le Conseil des Gouverneurs reste prêt à agir de manière préventive » sur l'inflation.

**18 janvier 2008** Les CDS de MBIA et Ambac Financial Group priment une probabilité de défaut de 70%. Les deux titres ont perdu plus de 90% de leur valeur en bourse depuis la fin de l'année 2006.

**22 janvier 2008** Baisse surprise du taux directeur de la Fed de 75 points de base, de 4.25% à 3.50%.

**24 janvier 2008** Découverte de la fraude de Jérôme Kerviel à la Société Générale. La fraude est chiffrée à 4.9 milliards d'euros. Société Générale y ajoute, au passage, 2.0 milliards de pertes sur le marché *subprime*. Soit 6.9 milliards d'euros de pertes totales.

**30 janvier 2008** Nouvelle baisse de 50 points de base du taux directeur de la Fed à 3.00%.

**11 février 2008** Le cours d'AIG baisse de 12% à la suite de l'annonce de possibles erreurs de comptabilité visant à amoindrir les pertes relatives à l'activité de crédit.

**15 février 2008** Alan Greenspan estime que l'économie US est au bord de la récession.

**18 février 2008** Le Premier Ministre anglais Gordon Brown décide de nationaliser Northern Rock.

**25 février 2008** S&P réaffirme les notations des rehausseurs de crédit Ambac et MBIA à AAA. Ambac fera faillite le 9 novembre 2010 avec un passif de 1.68 milliard de dollars.

**3 mars 2008** Des gouverneurs de banques centrales locales américaines estiment que les pertes relatives au marché du crédit immobilier pourraient atteindre 400 milliards de dollars.

**4 mars 2008** Dans une allocution à Orlando, en Floride, Ben Bernanke demande instamment au secteur privé de redoubler d'efforts pour ne pas procéder à des *foreclosures* qui ne seraient pas nécessaires.

**7 mars 2008** La Fed indique que les pertes relatives au marché immobilier américain depuis le début de l'année 2008 s'élèvent à ce stade à 188 milliards de dollars.

**10 mars 2008** Pour la deuxième fois en quelques mois (voir 21 août 2007), nouvelle rumeur de difficultés de la banque Bear Stearns pour accéder aux marchés de capitaux. Le cours de bourse s'effondre de plus de 10%.

**11 mars 2008** Pour la deuxième fois (voir 12 décembre 2007), nouvelle action coordonnée, cette fois de la Fed, la BCE et la Banque Nationale du Canada, pour injecter environ 245 milliards de dollars de liquidités dans le secteur interbancaire.

**14 mars 2008** Le cours de bourse de Bear Stearns perd près de 50% après l'annonce d'une situation de trésorerie se « détériorant de manière significative ». La Fed de New York et JP Morgan prêtent à 28 jours les sommes nécessaires.

**17 mars 2008** Avec l'aide de la Réserve Fédérale américaine qui lui met 30 milliards de dollars à disposition, JP Morgan acquiert Bear Stearns.

**18 mars 2008** Le cours de bourse de Lehman Brothers s'envole de 46% sur la journée à la suite de l'annonce de résultats meilleurs qu'anticipé.

**24 mars 2008** JP Morgan relève son offre sur Bear Stearns de 2\$ à 10\$ par titre. Le cours de bourse de Bear Stearns bondit de près de 100% sur la journée. Après les annonces récentes des résultats de Lehman Brothers ainsi que de Goldman Sachs, un vent d'optimisme souffle sur le marché, notamment alimenté par la récente amélioration des statistiques immobilières américaines.

**1<sup>er</sup> avril 2008** Lehman Brothers et UBS finalisent chacune une opération d'augmentation de capital, pour un total de l'ordre de 19 milliards de dollars.

**21 avril 2008** La Banque d'Angleterre injecte 50 milliards de pounds dans le système interbancaire anglais.

**28 avril 2008** L'ancien Président de la Banque Mondiale James Wolfensohn se dit « pessimiste » sur l'évolution des marchés financiers et prédit que les pertes totales liées à la crise actuelle vont s'élever à mille milliards de dollars. « Cela ne signifie pas nécessairement un crash boursier, simplement que nous ne sommes pas encore sortis d'affaire. »

**5 mai 2008** Warren Buffett, lors de la conférence annuelle de Berkshire Hathaway à Omaha, estime que « les pertes des banques ne sont pas encore toutes connues, loin de là. Mais une bonne partie du chemin a été faite. »

**9 mai 2008** L'assureur AIG annonce une perte trimestrielle pour le premier trimestre de 11.3 milliards de dollars, un montant colossal. Annonce une augmentation de capital de 12.5 milliards de dollars.

**23 mai 2008** La Coface annonce que les défauts de paiement des entreprises françaises « explosent » au cours de l'année 2008, en hausse de 45% par rapport à 2007.

**9 juin 2008** Lehman Brothers boucle une augmentation de capital de 6 milliards de dollars.

**18 juin 2008** John Paulson estime que les pertes des banques sur le marché du crédit immobilier s'élèvent au total à 1.300 milliards de dollars, plus que l'estimation du FMI à 945 milliards. Le gérant américain estime que seulement 1/3 des sommes ont été prises en compte dans les dépréciations, et il ne voit « aucun signe de stabilisation du marché » à ce stade. « La seconde partie de l'année sera pire que la première, les signaux de stress augmentent dans le marché immobilier ».

**3 juillet 2008** La BCE augmente son taux directeur de 25 points de base en le passant de 4.00% à 4.25%.

**7 juillet 2008** Freddie Mac et Fannie Mae, les deux plus gros acteurs du financement hypothécaire américain, annoncent devoir lever un total de 75 milliards de dollars.

**25 juillet 2008** L'Agefi : « Le risque de récession grandit en Europe ».

**8 septembre 2008** L'été 2008 a été assez calme, une période de relatif répit. Mais le 8 septembre, Henry Paulson annonce que Freddie Mac et Fannie Mae sont mises sous tutelle publique, en fait, nationalisées. Les cours des deux sociétés s'effondrent de plus de 80%.

A Bâle, en Suisse, Jean-Claude Trichet affirme : « au niveau mondial, la croissance demeure suffisante et positive. » Il y aura « une période de décélération puis de réaccélération » de la croissance.

**9 septembre 2008** Nouvelle rumeur de faillite de la banque Lehman Brothers.

**11 septembre 2008** Christine Lagarde, Ministre des Finances de la France, révisé à la baisse la perspective de croissance de la France, à « environ 1% ». Elle sera de l'ordre de 0% pour l'année 2008, puis de -3% en 2009.

Washington Mutual annonce devoir lever 19 milliards de dollars sur le marché.

**15 septembre 2008** Faillite de Lehman Brothers, quatrième plus grande banque américaine, dont la dette colossale estimée à 613 milliards de dollars. Citibank et The Bank of New York Mellon Corp. sont les deux plus importants créanciers, à hauteur de 138 milliards de dollars. Barclays était le candidat pressenti au rachat, mais la banque n'obtiendra pas les garanties nécessaires auprès du gouvernement américain.

Merrill Lynch est, elle, absorbée par Bank Of America.

AIG est très vite, dans la journée, désignée comme la prochaine victime potentielle. La compagnie d'assurance cherche toujours 40 milliards de dollars dans le marché.

**17 septembre 2008** La Fed nationalise AIG et y injecte 85 milliards de dollars, prenant 80% du contrôle de l'assureur.

**18 septembre 2008** Aux Etats-Unis, les positions short des hedge funds dont les actifs sous gestion excèdent les 100 milliards de dollars d'actifs vont peut-être devoir être obligatoirement révélées publiquement. Les fonds qui procèdent à des ventes devront par ailleurs obéir à certaines règles plus strictes, notamment lors de l'opération de prêt / emprunt. Deux Sénateurs démocrates, Hillary Clinton et Charles Schumer, demandent à la SEC d'interdire les positions de ventes à découvert. Au Royaume-Uni, le régulateur réfléchit à de telles règles. A ce stade, aucune n'entrera en vigueur.

Morgan Stanley annonce être en discussion avec Wachovia.

Citigroup annonce être en discussion avec Washington Mutual.

**26 septembre 2008** Les actifs de Washington Mutual sont saisis par le gouvernement américain et la société est vendue à JP Morgan. La banque était l'objet de retraits massifs, près de 17 milliards de dollars depuis le 16 septembre, sur un total de 188 milliards de dollars de dépôts.

**29 septembre 2008** En Europe, la banque Bradford & Bingley est nationalisée par le gouvernement anglais, la banque Fortis bénéficie d'une injection de liquidités de 11.2 milliards d'euros de la part des gouvernements de Belgique, du Pays-Bas et du Luxembourg. Enfin en Allemagne, Hypo Real Estate Holding obtient la garantie du gouvernement allemand sur une ligne de crédit.

**2 octobre 2008** Après un échec au Parlement le 29 septembre, le Sénat américain vote à une assez large majorité (74 pour / 25 contre) un plan de relance de 700 milliards de dollars qui autorise le gouvernement à acquérir directement des actifs vendus par des institutions financières. Ce programme « TARP », pour *Troubled Asset Relief Program*, d'une taille initiale de 700 milliards de dollars, verra finalement sa taille réduite en 2010 à 475 milliards de dollars d'autorisation (« *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* »). Finalement, les décaissements effectifs atteindront 426.4 milliards de dollars, et l'argent investi sera totalement remboursé le 19 décembre 2014, lors de la dernière vente par le Trésor de sa participation dans Ally Financial. Les 426.4 milliards de dollars investis rapporteront... 441.7 milliards de dollars.

**3 octobre 2008** Wells Fargo acquiert Wachovia pour 15.1 milliards de dollars et coiffe ainsi au poteau Citigroup.

**5 octobre 2008** BNP Paribas acquiert Fortis pour 14.5 milliards d'euros (9 milliards en actions et 5.5 milliards en cash). Pour ce prix, BNP Paribas achète 75% de la banque belge et 67% de la banque luxembourgeoise.

**7 octobre 2008** Violent mouvement de panique sur les marchés. Le FMI estime que l'économie mondiale « entre dans un retournement majeur ». La veille, le 6 octobre, un certain nombre d'indices boursiers ont connu leur plus forte baisse depuis 1987. Au Royaume-Uni, rumeurs de la nationalisation imminente de RBS, Lloyds TSB et Barclays.

**8 octobre 2008** La Fed, la Banque d'Angleterre, la BCE et la PBOC lancent une action coordonnée mondiale de baisse de leurs taux directeurs de 50 points de base.

**10 octobre 2008** Loin de calmer les esprits, la décision de baisse coordonnée surprise agit comme un catalyseur d'une nouvelle vague de baisse dévastatrice. L'indice S&P 500 clôture la journée du 9 octobre en baisse de -7.62%, et entraîne dans la nuit toutes les places asiatiques. Ce 10 octobre, les bourses de Moscou, Bangkok, Vienne ne peuvent ouvrir, ou doivent suspendre les cotations en cours de journée. La bourse de Paris ouvre en baisse et perd 6.36% à 09h02, 9.77% à 09h10. A 9h29, compte tenu de l'ampleur des dégâts et du mouvement de panique, la BCE annonce l'injection immédiate de 100 milliards d'euros de liquidités aux banques qui le souhaitent, qu'elle prête à maturité 4 jours.

**13 octobre 2008** Nicolas Sarkozy annonce un plan de garantie des prêts bancaires à hauteur de 360 milliards d'euros, et dégage une enveloppe de 40 milliards d'euros pour soutenir les banques en difficulté

**16 octobre 2008** UBS est sauvée par le gouvernement suisse qui y injecte 59.2 milliards de dollars.

**5 novembre 2008** Barack Obama devient Président des Etats-Unis.

**7 novembre 2008** General Motors annonce rencontrer de graves difficultés financières pouvant mettre en péril son existence.

**12 novembre 2008** Best Buy emploie l'expression de « choc sismique » pour décrire l'ampleur de la baisse de ses ventes, dans « le plus difficile environnement jamais connu ».

**14 novembre 2008** La zone euro rentre officiellement en récession.

**17 novembre 2008** Le Japon rentre officiellement en récession.

**24 novembre 2008** Citigroup reçoit 306 milliards de dollars de garantie du gouvernement américain, 20 milliards de dollars directement injectés dans son capital, en plus de 25 milliards de dollars reçus un mois avant. En échange du cash et des garanties apportées, le gouvernement américain reçoit 27 milliards de dollars d'actions préférentielles payant un coupon annuel de 8%.

Le même jour, Barack Obama annonce un nouveau plan de relance qui sera proposé au début de l'année 2009.

**25 novembre 2008** La Fed commence l'utilisation de mesures dites « non orthodoxes » en injectant 800 milliards de dollars dans le marché du crédit.

**26 novembre 2008** L'UE annonce un plan de relance de 200 milliards d'euros.

**27 novembre 2008** Angela Merkel émet des critiques sur la crise actuelle, « causée par un argent excessivement bon marché aux Etats-Unis », et les réponses qui y sont apportées : « les mesures actuellement apportées ne renforcent-elles pas la tendance à encore plus de liquidité, et n'allons-nous pas nous retrouver dans cinq ans avec une crise similaire ? » L'histoire montrera qu'une partie de l'Union Européenne oui, mais pas les Etats-Unis, qui seront largement sortie de la crise en 2013.

**12 décembre 2008** Arrestation de Bernard Madoff par le FBI.

**16 décembre 2008** La Fed passe son taux directeur à 0 et affirme donc que l'arme des taux d'intérêt a été utilisée au maximum de ce qui est possible. L'arme quantitative va donc pouvoir être utilisée à plus grande ampleur.

Version 0.0

# 2009 – Un monde à deux vitesses

---

*« Je pense qu'on a le gros de la crise derrière nous. »*

*Christine Lagarde, Ministre de l'économie, octobre 2008*

En 2009, les Etats-Unis vont vite et agissent efficacement. Le gouvernement et la banque centrale travaillent main dans la main avec un unique objectif, la reflation du prix des actifs, l'enrichissement des ménages : reflation du prix de la monnaie, des cours boursiers, des maisons, des voitures avec un programme de prime à la casse d'un milliard de dollars, porté à trois milliards. Il y a urgence, car la crise bancaire s'est transformée en une crise financière globale, touchant tous les secteurs, et elle vient frapper très durement le secteur automobile : les géants Chrysler, puis General Motors, vacillent tour à tour. Face aux banques, l'administration Obama s'est montrée ferme en avril : le succès aux stress tests, ou la levée des capitaux nécessaires, ou la fermeture pure et simple. Le 15 septembre, Ben Bernanke et Barack Obama peuvent affirmer que « la récession est très certainement achevée. »

En Europe, rien ne se passe, et les bases de la prochaine crise sont jetées : les Etats commencent à éprouver des difficultés à se financer sur les marchés, des voix s'élèvent dès le mois de janvier pour signaler ces premiers problèmes. Les créances douteuses des banques ne sont pas soldées. Au mois de novembre, l'on procède à la n-ième aide à un établissement, Royal Bank of Scotland réalisant l'exploit, avec 45.5 milliards de livres, de constituer le sauvetage le plus coûteux de l'histoire de la finance. Jean-Claude Trichet multiplie les mises en garde, les comptes nationaux s'effondrent et les *downgrades* se multiplient.

**7 janvier 2009** L'émission obligataire allemande portant sur des titres à 10 ans ne se passe pas très bien, la demande ne suit pas, à seulement 5.2 milliards d'euros. 32% de l'offre n'est pas souscrite. La France doit se présenter le lendemain avec 7.0 milliards, puis l'Espagne. Le décor de la prochaine crise est planté : ce sera la crise des dettes souveraines.

**21 janvier 2009** L'indice NAHB de confiance des acteurs du secteur immobilier, créé en 1985, et qui a depuis lors toujours évolué entre 20 et 80, atteint un point bas de 8. Il était à 70 à la fin de l'année 2005. Ce point de 8 sera le plus bas enregistré. Après deux années 2010 et 2011 de stabilisation autour de 15, il commencera à rebondir puissamment. Au début de l'année 2017, il a retrouvé son niveau assez élevé d'avant crise, de l'ordre de 70.

**22 janvier 2009** Les commandes industrielles au sein de l'Union Européenne baissent de 26% sur un an glissant. La baisse était attendue à 20%, un chiffre déjà terrible.

**23 janvier 2009** Rumeur de dégradation de la note souveraine de la France et du Royaume-Uni.

**9 février 2009** Le gouvernement américain consulte des firmes d'avocat afin d'éviter une faillite imminente des deux constructeurs automobile General Motors et Chrysler, qui doivent à eux deux rembourser au Trésor 17.4 milliards de dollars.

**17 février 2009** Le ministre des finances social-démocrate allemand Peer Steinbrück annonce qu'au sein des seize membres de la zone euro, il est possible qu'un certain nombre d'entre eux commencent peu à peu à rencontrer des difficultés dans le paiement de leur dette, et que les autres pays devront leur venir en aide, même si rien n'est prévu sur ce sujet dans les traités.

Après des mois de gestation et des difficultés politiques immenses rencontrées par Timothy Geithner, Barack Obama annonce la mise en place d'un plan de relance budgétaire et fiscale de 787 milliards de dollars.

**18 février 2009** Barack Obama annonce la mise en place d'un plan de relance pour le secteur immobilier de 75 milliards de dollars, ainsi qu'une nouvelle injection de 200 milliards de dollars de liquidités dans Fannie Mae et Freddie Mac.

Le même jour, les minutes du FOMC du 27/28 janvier révèlent les grands doutes exprimés par l'institution sur la possibilité d'une reprise économique en 2009.

**20 février 2009** Boursorama : « *Les bourses dégringolent, les professionnels baissent les bras.* »

**23 février 2009** Rumeur de l'annonce imminente d'une nationalisation partielle de la banque Citigroup. La banque a perdu 28 milliards de dollars en 2008 et n'arrive pas à se redresser.

**26 février 2009** Rumeur d'une prise de participation par le Trésor américain de 40% dans AIG.

Ce même jour, nouvelle rumeur de faillite d'un Etat européen.

**27 février 2009** Citigroup trouve un arrangement avec le Trésor américain qui prendra une participation dans la banque au moyen d'actions préférentielles, dans une opération qui ressemble à s'y méprendre à une nationalisation : au travers des nouvelles actions préférentielles, la participation du Trésor passera de 7.8% à un maximum de 36.0%, fonction du nombre d'actions préférentielles que les investisseurs choisiront de convertir. C'est le troisième plan de sauvetage de Citigroup : deux fois 45 milliards de dollars ont été prêtés, puis une garantie de l'Etat à hauteur de 300 milliards de dollars a été accordée.

Le fonds d'investissement Hayman Advisors estime que l'Union Européenne est sur le point de disparaître, l'Allemagne refusant d'apporter toute aide à ses voisins affaiblis, donnant lieu à au moins un défaut souverain, et donc à la fin de l'euro.

**28 février 2009** Royal Bank of Scotland, seconde banque du Royaume-Uni et d'Europe, cinquième banque dans le monde, annonce une perte de 24 milliards de livres (l'équivalent de 27 milliards d'euros) pour l'année 2008. Le gouvernement britannique accepte d'injecter 25 milliards de livres dans le capital et de garantir 325 milliards de livres d'actifs toxiques de la banque.

**18 mars 2009** La Fed annonce un programme d'achat d'obligations du Trésor de 300 milliards de dollars, d'ABS de 750 milliards de dollars, d'agency debt de 100 milliards de dollars supplémentaires.

**23 mars 2009** Nouvelle annonce de plan de l'administration Obama visant à sortir au plus vite les actifs toxiques des bilans des banques, en mettant à la disposition des institutions la possibilité de se porter acquéreur jusqu'à 1.000 milliards de créances immobilières.

**24 mars 2009** Goldman Sachs serait en discussion avec les autorités américaines pour rembourser les 10 milliards de dollars que la banque a reçus au mois d'avril 2008 dans le cadre du programme *TARP*.

**30 mars 2009** Les auditeurs de General Motors émettent des « doutes substantiels » sur la pérennité financière de l'entreprise.

L'Irlande voit sa note AAA abaissée à AA+ par S&P, avec perspective négative. C'est le quatrième downgrade souverain de l'année, en trois mois donc.

**31 mars 2009** Le CEO de General Motors Fritz Henderson admet qu'une faillite « stratégique » avec le soutien du gouvernement serait moins risquée qu'une mise sous protection sous Chapitre 11. Quant à Chrysler, son plan stratégique est jugé « impossible » par le marché.

**6 avril 2009** George Soros estime que le récent rallye boursier débuté il y a un mois n'est pas le début d'un grand mouvement haussier, car l'état de l'économie américaine est trop mauvais.

**14 avril 2009** Goldman Sachs annonce des résultats trimestriels excellents et annonce une augmentation de capital de 5 milliards de dollars, notamment dans le but de rembourser au plus vite au Trésor la créance de 10 milliards de dollars du *TARP*.

**16 avril 2009** L'un des plus grands promoteurs de malls aux Etats-Unis, General Growth Properties, annonce sa mise en faillite, l'une des plus grosses dans l'immobilier, ne pouvant régler sa dette de 27 milliards de dollars.

**20 avril 2009** Faillite imminente de Chrysler.

**30 avril 2009** Faillite de Chrysler.

**7 mai 2009** Les résultats des stress tests des 19 plus grosses banques américaines sont plutôt rassurants : Bank Of America, Wells Fargo et Citigroup doivent lever 54 milliards de dollars. Goldman Sachs, JP Morgan Chase et Bank of New York Mellon ont les capitaux suffisants. .

**1<sup>er</sup> juin 2009** Faillite de General Motors.

**22 juin 2009** Depuis le 9 mars 2009, l'indice S&P500 est en hausse de +33%, un mouvement de hausse particulièrement fort et rapide. Selon Bloomberg, les ventes d'actions par les *insiders* sont très élevées

depuis 14 semaines. A peine le rebond amorcé, les personnels au sein des compagnies ont donc été très rapides pour vendre leurs actions, dans un mouvement de crainte encore bien présente.

**24 juin 2009** La BCE injecte 442.2 milliards d'euros dans le système interbancaire, et réalise sa première opération à échéance 1 an, au taux de 1%.

**25 juin 2009** La Fed fait le point sur ses huit programmes d'assouplissement quantitatif, dont certains vont voir leur durée rallongée. Tout comme ceux du gouvernement américain, ces programmes sont nombreux, complexes, ils prouveront leur efficacité certes, mais il n'aura pas toujours été aisé pendant la crise de les maîtriser et de bien comprendre leur portée.

- **AMLF – *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility.*** Programme annoncé le 19 septembre 2008, achevé le 1<sup>er</sup> février 2010. Taille approximative du programme : 217 milliards de dollars.

[https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_amlf.htm](https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm)

- **CPFF – *Commercial Paper Funding Facility.*** Programme de la Fed Reserve de NY. Programme annoncé le 7 octobre 2008, achevé le 1<sup>er</sup> février 2010. Taille approximative du programme : 739 milliards de dollars.

[https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_cpff.htm](https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm)

- **PDCF – *Primary Dealer Credit Facility.*** Programme de la Fed Reserve de NY. Programme annoncé le 16 mars 2008, achevé le 1<sup>er</sup> février 2010.

[https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_pdcf.htm](https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm)

- **TSLF – *Term Security Lending Facility.*** Programme annoncé le 11 mars 2008, achevé le 1<sup>er</sup> février 2010.

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>

- **Currency swaps – *Foreign-Currency Liquidity Swap Lines.*** Programme annoncé au mois d'avril 2009 et prorogé jusqu'à nouvel ordre.

[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm)

- **MMIFF – *Money Market Investor Funding Facility.*** Programme annoncé le 21 octobre 2008, achevé le 30 octobre 2009.

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>

- **TAF – *Term Auction Facility.*** Programme annoncé le 12 décembre 2007, achevé le 8 avril 2010. Taille approximative du programme : 3.800 milliards de dollars.

[https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_taf.htm](https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm)

- **TSLF – *Term Securities Lending Facility.*** Programme annoncé le 11 mars 2008, achevé le 1<sup>er</sup> février 2010.

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>

**1er juillet 2009** Le programme de relance du secteur automobile « *Cash for Clunkers* », qui est une prime à la casse, démarre officiellement. Le fonds initial de 1 milliard de dollars est épuisé le 30 juillet, bien en avance sur la date prévue du 1er novembre 2009. Le Congrès le prolonge avec 2 milliards de dollars additionnels. Prolongation approuvée par le Sénat le 6 août 2009.

**11 septembre 2009** Le ministre des finances américain Timothy Geithner estime que l'économie se renforce et qu'il est donc temps « de mettre un terme aux mesures de soutien d'urgence du Trésor ».

**15 septembre 2009** Ben Bernanke : « La récession américaine est probablement terminée ».

**30 septembre 2009** Dans une interview donnée à Bloomberg, Alan Greenspan estime que la hausse du marché actions arrive à sa fin. L'indice américain S&P500 est alors à 1.000 points. Il passera les 2.000 points moins de cinq ans plus tard, en août 2014.

**3 novembre 2009** RBS et Lloyds sont à nouveau secourues par la Banque d'Angleterre qui y injecte 51 milliards de dollars. Tout mis bout à bout, RBS en est à 45.5 milliards de livres, ce qui en fait le sauvetage le plus coûteux de toute la crise pour une seule banque. Aux Etats-Unis, les banques ont commencé depuis des mois à rembourser le *TARP* de 2008.

**5 novembre 2009** Au lendemain des élections législatives, remportées par le socialiste Georges Papandréou (le PASOK a obtenu en octobre près de 44% des suffrages), ce dernier révèle l'état des finances de la Grèce. Alors que le gouvernement de droite précédent l'annonçait à 6,0% du PIB, le déficit public est, en fait, de 12,7 %.

**20 novembre 2009** Jean-Claude Trichet annonce que les banques doivent se préparer à un retrait des mesures d'injections de liquidité que l'institution a mis à leur disposition. Ces mesures ne doivent en effet pas être considérées comme « éternelles », et que la BCE ne pourra soutenir le secteur financier « indéfiniment ».

**25 novembre 2009** Dubaï fait défaut sur sa dette souveraine.

**8 décembre 2009** La note de la Grèce est abaissée par Fitch à BBB. Le plus dur reste à venir pour la Grèce, ces épisodes de 2009 n'étant qu'une introduction à la sévère crise qui va éclater en février 2010, à l'annonce de comptes nationaux truqués dans le passé.

**10 décembre 2009** La BCE menace la Grèce de ne plus accepter ses obligations en collatéral à son guichet si elle ne rétablit pas d'urgence ses comptes publics.

**16 décembre 2009** S&P abaisse à son tour la note de la Grèce, de A- à BBB+.

# 2010 – Fin du taux sans risque

---

*« La situation est grave, [...] avoir des finances solides constitue la meilleure des préventions. »*

*Angela Merkel, 7 juin 2010*

La zone euro offre une particularité qui va lui être fatale en 2010 : elle n'a pas de banque centrale « prêteur en dernier ressort », selon l'expression consacrée. Dès le 12 avril 2010, un plan d'aide pour la Grèce est esquissé. Le 22 novembre 2010, c'est au tour de l'Irlande de faire appel à la solidarité européenne. Mais de solidarité, il n'y a point, ou si peu, car les Etats les plus forts rechigneront à aider les plus faibles. Et aucun mécanisme n'est prévu à cet effet dans les traités.

Tout au long de l'année, les Etats les plus forts, et l'Allemagne en particulier, font cavaliers seuls sur tous les sujets : le 19 mai, le régulateur allemand annonce, sans concertation avec les autres membres de l'UE, l'interdiction des positions de vente à découvert sur les marchés actions et crédit. Le 7 juin, dans un contexte économique et financier dégradé, Angela Merkel annonce un plan de réduction de dépenses de 80 milliards d'euros, contre l'avis des autres Etats membres, et en opposition avec l'administration Obama. En décembre, Angela Merkel se montre fermement opposée à des mesures d'assouplissement quantitatif d'envergure, et rejette encore plus fermement toute idée d'eurobonds.

L'Union Européenne ne sait plus où elle va. Le 9 mai, Barack Obama doit prendre son téléphone pour exiger auprès d'Angela Merkel et de Nicolas Sarkozy une « action résolue. »

Mais rien n'y fera. Sans banque centrale qui fonctionne réellement, la zone demeure une proie facile des spéculateurs. Le taux grec à 10 ans passe en 2010 de 6% à 12%, malgré un premier plan d'aide annoncé le 2 mai 2010. Et la crise ne s'arrêtera pas là.

**6 janvier 2010** L'économiste en chef de Goldman Sachs voit une année « fantastique » pour les actions en 2010. Il ignore sans doute qu'un scandale avec des répercussions planétaires est sur le point d'éclater à cause des comptes truqués, avec l'aide de la banque Goldman Sachs, de la Grèce. L'indice actions européen Eurostoxx 50 achèvera l'année 2010 en baisse de 6%, puis 2011 en baisse de 17%.

**22 janvier 2010** Je note que trois facteurs expliquent le comportement du marché en ce début d'année 2010. Deux retiennent mon attention au moment de rédiger ces lignes.

En premier lieu, des rumeurs persistantes sur de possibles difficultés de la Grèce. La veille, le marché s'est brusquement retourné, le CDS du pays s'écartant subitement dans l'après-midi de 150 à 400 points de base.

En second lieu, des craintes relatives à une possible proposition de Barack Obama de « limiter » l'activité des banques. Ce qui deviendra le Dodd Franck Act, incluant notamment la règle Volcker. Au moment de rédiger ces lignes, lundi 6 février 2010, le nouveau Président américain D. Trump est en train d'essayer de démanteler cette loi, qui exigeait des banques une prudence accrue. L'histoire va vite.

**27 janvier 2010** Le taux grec à 10 atteint 6.76%. Il était encore à moins de 5.00% fin 2009. Le ministre des finances grec annonce que la Chine n'est pas sur le point de souscrire 25 milliards d'euros d'obligations souveraines à 10 ans, et que le pays n'a pas mandaté Goldman Sachs pour réaliser une telle opération.

**3 février 2010** Dans une note à ses clients, Crédit Suisse explique que ses stratégestes sur les Etats-Unis, l'Asie et l'Europe tombent d'accord pour affirmer que les récentes turbulences sur les marchés sont une opportunité d'achat.

**4 février 2010** Les CDS de la Grèce et du Portugal s'écartent violemment, au-delà de 400 points de base pour la Grèce, et de 200 points de base pour le Portugal. La situation se tend et, surtout, le problème devient prégnant. Il ne fait que commencer : les CDS des deux pays finiront l'année à respectivement 1.074 et 500 points de base.

**5 février 2010** Goldman Sachs estime que le risque de contagion de la crise grecque à d'autres pays du Sud de la zone euro est peu probable, ces autres pays, ainsi que l'Irlande, étant tous dans une situation budgétaire beaucoup plus confortable que la Grèce.

**10 février 2010** Tous les yeux sont rivés sur la Grèce, les investisseurs attendent de connaître les décisions de l'Union Européenne sur un possible sauvetage du pays. Plusieurs hypothèses sont avancées dont un système de prêts bilatéraux avec des Etats membres. La Banque Européenne d'Investissement fait savoir qu'elle ne participera pas à un processus de financement de la Grèce. La Commission Européenne vote quant à elle le principe d'une implication du Fonds Monétaire International dans le processus. Voilà donc le FMI impliqué.

**16 février 2010** Les ministres des finances allemands donnent à la Grèce jusqu'au 16 mars pour préparer des mesures budgétaires de réduction des déficits. Si ces mesures ne satisfont pas la Commission Européenne, celle-ci « imposera des mesures supplémentaires. » Le problème est encore repoussé d'un mois et il ne fait pas de doute que les marchés seront plus pressés que cela.

**19 février 2010** Le Wall Street Journal annonce que la Grèce serait en train de préparer une émission de 5 milliards d'euros afin de tester l'appétit des marchés pour sa dette. L'émission pourrait atteindre les 5 milliards de dollars.

**26 février 2010** Emission grecque à 10 ans repoussée d'une semaine.

**4 mars 2010** Bonne nouvelle, la Grèce lève effectivement 5 milliards à 10 ans, avec une forte demande, qui s'élève à 15 milliards, soit 3 fois le montant offert. Dans la mesure où le pays doit encore lever 20 milliards dans les trois prochains mois, cette émission était un test important, et il est réussi. Le spread CDS de la Grèce se resserre significativement.

**16 mars 2010** A la suite de l'ultimatum de la Commission Européenne à la Grèce du 16 février, dont la date était fixée au 16 mars, il ne se passe rien.

**17 mars 2010** Martin Feldtsein, professeur à Harvard, Président émérite du *National Bureau of Economic Research (NBER)*, et conseiller économique du Président américain Ronald Regan, affirme que la Grèce ne peut éviter de quitter la zone euro, afin de régler son problème de déficit. Il ajoute : « L'idée que la Grèce peut réduire son déficit de 12% à 3% du PIB dans deux ans est une blague. »

**9 avril 2010** Nouvelle dégradation de la note de la Grèce par Fitch, de BBB+ à BBB-, perspective négative. L'Union Européenne se déclare prête à « aider » la Grèce. Celle-ci a refusé la veille une proposition du FMI jugée trop couteuse.

**12 avril 2010** L'Union Européenne annonce un plan d'aide à la Grèce de 45 milliards d'euros. C'est le premier plan d'aide qui est évoqué, sans être, à ce stade, annoncé formellement. Selon ce plan, L'UE participerait à hauteur de 30 milliards d'euros, et le FMI serait présent à hauteur de 10 à 15 milliards d'euros. A 368 points de base, le CDS de la Grèce retrouve un point bas. C'est la première étape du premier plan de sauvetage de la Grèce.

**22 avril 2010** Le spread CDS de la Grèce dérape totalement, à plus de 600 points de base. Le package d'aide proposé le 12 avril prendrait du temps à être mis en œuvre, un texte devant être rédigé pour le 15 mai, c'est-à-dire après les élections au Royaume-Uni et en Allemagne, dont les peuples sont pour le moins défavorables à un tel plan. Pour couronner le tout, l'UE annonce que le déficit grec pour l'année 2009 s'est finalement élevé à 13,6% du PIB, contre une estimation initiale déjà effroyable de 12,9%. Eurostat indique par ailleurs que des opérations de swaps « *off-market* » en cours de vérification pourraient creuser le déficit jusqu'à 14,0% du PIB.

**23 avril 2010** Le Premier Ministre grec George Papandreou demande une activation rapide du plan d'aide de l'UE et du FMI. Le spread CDS traite à plus de 630 points de base.

**27 avril 2010** A la suite de Fitch le 9 avril, S&P dégrade la note de la Grèce à Spéculatif, de BBB+ à BBB-. Si Moody's dégrade également la note de la Grèce, les obligations ne seront plus admises en collatéral au guichet de la BCE. Le CDS de la Grèce grimpe à 850 points de base.

Le même jour, la note du Portugal est abaissée de deux crans, à A-, par S&P. Le risque de contagion crée un mouvement de panique sur les marchés européens, qui chutent de 4%.

**28 avril 2010** Cette fois, c'est un trio qui s'adresse aux marchés : Jean-Claude Trichet pour la BCE, Dominique Strauss-Kahn pour le FMI, Wolfgang Schäuble pour l'Allemagne, s'adressent aux journalistes. Les deux premiers sont allés rendre visite à Angela Merkel, probablement pour la convaincre d'accepter un ambitieux plan d'aide à la Grèce. Il n'y a pas de représentant pour l'UE, ce qui en dit long sur l'état de fonctionnement de la zone, ni pour la France, ce qui en dit long aussi, sur le poids économique du pays, également très affaibli à cette époque. Il ne ressort pas grand chose de cette conférence de presse, dont

on peut facilement deviner que l'objet de la réunion était de convaincre l'Allemagne sur un ambitieux plan d'aide.

**2 mai 2010** Le Premier Ministre grec George Papandréou, et le Président de l'Eurogroupe Jean-Claude Juncker annoncent la finalisation d'un accord d'aide à la Grèce. « Nous avons décidé aujourd'hui d'activer le plan de soutien » déclare Jean-Claude Juncker. « Le programme financier met 110 milliards d'euros à disposition de la Grèce sur trois ans pour lui permettre de faire face à ses obligations, les Etats de la zone euro contribuant à hauteur de 80 milliards d'euros, dont 30 milliards d'euros au cours de la première année » 2010, à un taux moyen de 5%.

Par ailleurs, et c'est, peut-être, la mesure la plus importante, La BCE annonce qu'elle va accepter les titres de dette grecque en garantie de ses prêts, quelle que soit leur notation financière, ce qui est une mesure inédite et qui déroge aux règles de l'institution, qui a levé « jusqu'à nouvel ordre » toute condition relative à la notation de crédit pour les titres en collatéral. Cette mesure permet d'éviter tout mouvement de contagion via le marché interbancaire, dans la mesure où l'ensemble des banques en zone euro peut ainsi continuer de se présenter au guichet de la BCE avec du papier grec. Or, les banques en détiennent pas mal.

Ce premier plan est particulièrement mauvais, pour plusieurs raisons.

D'une part, l'argent est prêté à un taux sinon « confiscatoire », du moins beaucoup plus élevé que le taux allemand à 10 ans qui sert de référence à toute la zone : 5% pour le prêt de cet accord, contre 1% pour le taux allemand à la même échéance.

D'autre part, les contreparties exigées, qui n'ont en tant que tel pas grand-chose de choquant, sont tout simplement inapplicables par un pays qui a pris tant de mauvaises habitudes. Le Premier Ministre George Papandréou introduit les détails du plan de sauvetage élaboré avec l'Union européenne et le FMI : gel du salaire des fonctionnaires pendant trois ans, suppression des 13<sup>ème</sup> et 14<sup>ème</sup> mois de salaire (en échange de contreparties), augmentation de la durée de cotisation retraite de 37 à 40 annuités, ajout de taxes et hausse de la TVA à 23%.

Enfin, la structure-même du plan est mauvaise, en tous points : l'Allemagne a obtenu que la BCE ne soit pas formellement prêteur en dernier ressort de la zone, dans des quantités illimitées. Au lieu de cela, d'autres Etats, eux-mêmes dans une situation financière précaire, doivent prêter des sommes déterminées à l'avance.

Toutes les conditions sont réunies pour que le marché commence rapidement à tester les nerfs des responsables politiques, avec des instruments encore à disposition permettant de vendre la dette grecque, les contrats CDS.

**4 mai 2010** Nouvel accès de panique sur les marchés à la suite d'une contagion de la crise grecque à l'Espagne. Le Premier Ministre José Luis Zapatero est poussé à la démission sur fond de rumeur de plan de sauvetage pour l'Espagne similaire au plan d'aide de la Grèce.

**6 mai 2010** Lors de la conférence de presse de la BCE, par ailleurs un non-événement, à la question d'un journaliste de savoir si la BCE va se porter prêteur en dernier ressort au sein de la BCE en procédant par exemple à des achats d'obligations, Jean-Claude Trichet répond : « *We did not discuss the matter.* » Le spread du CDS de la Grèce est à plus de 960 points de base.

**9 mai 2010**, le président Barack Obama téléphone deux fois à Angela Merkel et une fois à Nicolas Sarkozy pour exiger une « action résolue » dans la résolution de la crise européenne des dettes souveraines.

**10 mai 2010** Afin d'éviter tout risque de contagion, qui a significativement augmenté depuis quelques jours, est annoncé du plus grand plan de sauvetage au sein de l'Union Européenne, pour un montant global potentiel de 750 milliards d'euros dans le cadre d'un fonds de stabilité « EFSF », pour « *European Financial Stability Facility* ». L'indice actions Eurostoxx 50 grimpe de près de 10% sur la journée.

1/ Le fonds de stabilisation EFSF de l'UE destiné à aider des Etats non-membres de la zone euro va passer de 50 milliards d'euros à un maximum de 110 milliards et devenir disponible aux Etats membres de la zone euro sous conditionnalité FMI. L'Union Européenne va émettre des obligations sur le marché pour financer ce plan, essentiellement destiné à la Grèce.

2/ Un nouveau plan intra-EMU de 440 milliards d'euros est mis en place.

3/ Le FMI pourrait mettre à disposition de l'UE 220 milliards d'euros supplémentaires.

En outre, la BCE, qui « brise tous ses tabous » selon certains, va intervenir sur les marchés secondaires de la dette privée et publique.

**11 mai 2010** Dès le 11 mai, des doutes surgissent sur la validité, l'efficacité et les modalités du plan proposé. Soulignons qu'il est présenté comme un plan « de 750 milliards d'euros », mais qu'en réalité il s'agit des sommes maximum mobilisables, pas du montant à proprement parler du plan. Mais surtout, à nouveau, comme le 2 mai, la zone ne dispose toujours pas de banque centrale jouant le rôle de prêteur en dernier ressort. Certes, la BCE a déjà obtenu beaucoup : abaissement de la note des obligations en collatéral, et achat de papier sur le marché secondaire. Mais tant qu'elle n'a pas le mandat d'agir librement, dans des quantités illimitées, les marchés vont poursuivre le bras de fer.

**19 mai 2010** Le régulateur allemand décide d'interdire les ventes à découvert sur actions et sur obligations via des CDS. La décision est prise jusqu'au 31 mars 2011. Elle est incompréhensible, car décidée de façon totalement unilatérale, sans aucune consultation avec les autres pays membres de l'UE.

**28 mai 2010** Note de l'Espagne abaissée par Fitch de AAA à AA+, perspective stable.

**7 juin 2010** L'Allemagne annonce un plan d'austérité de plus de 80 milliards d'euros d'économies, couplé à une réduction de 15.000 fonctionnaires. Angela Merkel admet avoir été vivement conseillée par les autres membres de l'Union Européenne et par l'administration américaine de ne pas mettre en œuvre un tel plan.

**14 juin 2010** Nouvelle dégradation de la note de la Grèce, par Moody's, de quatre crans, de A3 à Ba1.

**27 septembre 2010** Les principales mesures du *Quantitative Easing* de la Fed aux Etats-Unis arrivant à échéance le 1<sup>er</sup> février 2010, et les chiffres du chômage commençant à se dégrader, des rumeurs commencent à circuler dans le marché sur une possible nouvelle action d'achat d'actifs.

**3 novembre 2010** La Fed annonce son deuxième plan d'assouplissement quantitatif : l'achat, jusqu'au second trimestre 2011, de 75 milliards d'euros d'actifs par mois, soit une nouvelle injection de liquidités de 600 milliards d'euros.

**15 novembre 2010** Le ministre des finances du Portugal affirme que le pays pourrait devoir faire appel à un financement d'urgence si la crise souveraine continuait de se développer.

**22 novembre 2010** L'Irlande demande officiellement de l'aide à l'UE et au FMI. 80 milliards d'euros seraient octroyés sur une durée de 3 ans. 7 milliards de Livres seraient également octroyés par le Royaume-Uni ainsi que la Suède.

Les investisseurs ne sont pas tellement satisfaits par ce nouveau plan d'aide. D'une part, il reste trop flou dans ses détails. D'autre part et surtout, ce nouveau plan ne s'inscrit dans aucune action pérenne, de long terme, notamment via la BCE. Enfin, et ce n'est pas le moindre détail, il demandant de ratifier un certain nombre de traités, avec éventuellement un passage devant les Parlements locaux.

**29 novembre 2010** Les détails du plan de sauvetage irlandais sont dévoilés. 40.2 milliards d'euros seront fournis par l'Union Européenne, et 22.5 milliards d'euros par le FMI. Pour 5 milliards d'euros, des prêts bilatéraux avec le Royaume-Uni, la Suède et le Danemark seront mis en place. Enfin, l'Irlande elle-même contribuera pour 17.5 milliards d'euros avec ses propres ressources.

**7 décembre 2010** Angela Merkel estime qu'accroître la taille du fonds d'aide européen de 440 milliards d'euros est exclu, et que l'émission d'eurobonds n'est pas prévue dans les traités. Déjà plusieurs voix s'élèvent pour augmenter significativement la taille de l'intervention de l'aide européenne en faveur des pays les plus vulnérables. Ce qui sera fait dès 2011.

**17 décembre 2010** Réunion de l'Eurogroup en vue de remplacer le système actuel EFSF par un système ESM à compter de 2013.

**31 décembre 2013** Le taux d'intérêt grec à 10 ans passe au cours de l'année 2010 de 5,77% à 12,47%. Ce que le marché ignore encore, c'est que cela n'est que le début de la crise souveraine de la zone euro, et non la fin. Le taux grec à 10 ans passera, en 2011, à un niveau fou de 34,96%.

# 2011 – Le fardeau grec, l'UE désemparée, *annus horribilis*

---

« *La situation à Fukushima est hors de contrôle.* »

*Guenther Oettinger, Commissaire européen à l'énergie, 16 mars 2011*

De réunions de la dernière chance en réunions de la dernière chance pour sauver la Grèce, de grandes déclarations en grandes déclarations jamais suivies d'effets des dirigeants européens, d'émissions en émissions du EFSF, dont personne n'ignore qu'il est un mécanisme imparfait, l'Europe titube au bord du précipice. L'Allemagne refuse toujours toute émission d'eurobonds –c'est-à-dire toute solution monétaire européenne, l'unique vraie solution–, et des membres de la BCE, les Allemands et Jens Weidmann en tête, critiquent ouvertement et régulièrement l'action de l'institution à laquelle pourtant ils appartiennent. Avec des effets dévastateurs sur les marchés.

Au mois de mars, la plus grande catastrophe nucléaire mondiale de Fukushima, au Japon, créera un climat de tension fou sur les marchés.

Les agences de notation font toujours, en 2011, la pluie et le beau temps sur les marchés financiers. Essentiellement, la pluie. En Europe, surtout. A des dizaines de reprises, elles abaissent les notes ou les perspectives de pays déjà à l'agonie. En août 2011, S&P franchit le Rubicon et abaisse la note des Etats-Unis, une décision inique dont l'histoire montre que l'on peut réellement douter de sa justification.

Les investisseurs sanctionnent: l'indice actions Eurostoxx 50 achève l'année en baisse de 17%, le taux grec à 10 ans finit à 35% ! Les marchés actions américains sauvent les meubles et terminent à l'équilibre.

Fort heureusement, la posture des dirigeants européens, allemands en tête, n'est pas tenable : ils vont devoir, en 2012, se résoudre à accepter la seule solution viable. Mais que de temps aura été perdu.

**5 janvier 2011** Le Portugal émet à échéance 6 mois au taux de 3.68%. Ce taux n'était que de 2.04% en septembre. L'année commence bien. D'autant que le montant émis est ridicule, 500 millions d'euros sur les 20 milliards que doit lever le pays en 2011.

La première émission du EFSF se déroule plutôt bien par contre : 5 milliards d'euros sont émis à 5 ans au taux de 2.59%. Mais 72% des souscripteurs sont Européens, ce qui signifie, quelque part, que les investisseurs s'achètent à eux-mêmes leur propre dette.

**12 janvier 2011** L'émission obligataire du Portugal, qui était très attendue par les investisseurs, se déroule plutôt bien du point de vue de la demande, mais à quel prix. Près de 7% à 10 ans.

**13 janvier 2011** De même, l'émission espagnole se déroule bien aussi.

Ce même jour, dans une volte-face surprenante, Angela Merkel déclare qu'elle est prête à prendre « n'importe quelle décision nécessaire » pour résoudre la crise actuelle au sein de la zone euro. La Commission serait par ailleurs en train de travailler sur un projet de fonds beaucoup plus large que l'EFSF, dont la taille pourrait atteindre 1.500 milliards d'euros. Le problème demeure qu'après deux ans de crise, la zone euro ne dispose toujours pas de « prêteur en dernier ressort » avec la BCE, et que l'Allemagne y est toujours fermement opposée.

**14 janvier 2011** La famille Ben Ali fuit la Tunisie. C'est le début des Printemps arabes.

**25 janvier 2011** Nouvelle émission du EFSF, de 5 milliards d'euros, pour une demande de 43 milliards, un « tsunami de cash » s'abattant sur la zone selon le Financial Times.

**28 janvier 2011** Moody's annonce que la notation des Etats-Unis va peut-être devoir être placée en perspective négative plus vite que prévu.

Ce même jour, le commissaire européen aux affaires économiques Oli Rehn annonce que la taille du EFSF va être augmentée et son utilisation rendue plus flexible. Mais de toute façon, à l'époque, personne n'est vraiment convaincu par ce mécanisme du EFSF, ou du ESM, mécanisme lourd, compliqué, sorte de pompier *a posteriori* pour éteindre tous les incendies qui peuvent se déclarer au sein de la zone euro, une zone toujours en proie à n'importe quelle attaque spéculative.

Enfin, ce 28 janvier, en Egypte, le Président Hosni Moubarak impose un couvre-feu au Caire, à Suez et à Alexandrie, faisant bondir les prix du pétrole à plus de 120 dollars le baril. Le prix élevé de celui-ci et, surtout, de toutes les denrées alimentaires, est en train de déclencher un mouvement de colère profond dans le pays.

**10 février 2011** Intervention de la BCE pour acheter du papier portugais sur le marché secondaire.

**11 février 2011** Démission du Président égyptien Hosni Moubarak après 18 jours d'occupation de manifestants du centre du Caire. Les marchés accueillent favorablement cette nouvelle. Les militaires, très puissants en Egypte, institution très structurée dans l'Etat, prennent le contrôle du pays.

**18 février 2011** Des manifestations se tiennent à Bahreïn et en Lybie. Le pétrole prend la route des 130 dollars le baril alors que les manifestants s'approchent de Tripoli. La Lybie produit 1.7 millions de barils par jour, sur une production mondiale de l'ordre de 85 millions de barils, soit 2% de la production mondiale.

**2 mars 2011** Le marché a les yeux rivés sur les prix particulièrement élevés du pétrole sur fond de tensions géopolitiques au Moyen-Orient de plus en plus prégnantes. Axa estime que le Portugal ne passera pas le mois de mars sans plan d'aide.

**3 mars 2011** Jean-Claude Trichet annonce que la BCE pourrait procéder à une remontée de son taux directeur dès le mois prochain à cause de pressions inflationnistes excessives. Le message a un impact calamiteux sur le marché, notamment en Europe, pris en tenaille entre une inflation excessive et des niveaux de taux d'intérêt qui ne peuvent augmenter, sous peine d'étrangler encore plus les pays les plus fragiles de la zone euro.

**4 mars 2011** Fitch abaisse la perspective de la note l'Espagne de Stable à Négatif.

**10 mars 2011** Moody's abaisse la note de l'Espagne à Aa2, notamment à cause de l'estimation du coût de la recapitalisation du secteur bancaire, dont le montant de 20 milliards d'euros est jugé largement insuffisant. L'agence estime que ce coût se situerait plutôt autour de 40 à 50 milliards de d'euros.

**11 mars 2011** Un Tsunami frappe la Japon de plein fouet.

**14 mars 2011** Panique boursière au Japon. Dans la ville de Fukushima, un ou plusieurs réacteurs nucléaires seraient en passe de créer une catastrophe pire que Tchernobyl.

**15 mars 2011** Baisse de 10% du marché japonais. Le Premier Ministre japonais Naoto Kan estime qu'il y a un risque très élevé de taux de radiations anormalement élevés à Fukushima.

**16 mars 2011** Le Commissaire européen à l'énergie Guenther Oettinger estime que la situation à Fukushima est « hors de contrôle ». Situation extrêmement tendue sur le marché.

Ce même jour, Moody's abaisse la note du Portugal de deux crans, à A3, assortie d'une perspective négative.

**18 mars 2011** Aux Etats-Unis, la Fed annonce que les banques américaines vont bientôt pouvoir procéder à des paiements de dividende, à des rachats d'actions et à des remboursements au Trésor, leur situation « s'améliorant nettement ».

**21 mars 2011** La France mène une coalition internationale en Libye.

Ce même jour, l'accord de création d'un nouveau fonds de stabilité européen, le « MES » pour « Mécanisme Européen de Stabilité ». La taille du fonds et son fonctionnement sont améliorés par rapport au EFSF, mais hélas, à nouveau, le mécanisme en place, qui ne pourvoit que des montants d'argent finis, exclut la BCE qui ne peut toujours pas jouer son rôle de « prêteur en dernier ressort » ayant capacité de distribuer des sommes de manière théoriquement infinie, en créant sa propre monnaie.

**22 mars 2011** L'économiste en chef d'UBS, John Tang, explique pourquoi la Chine, dernier soutien puissant à la croissance mondiale, ne va pas échapper à un ralentissement de son économie, avec des répercussions profondes sur une économie mondiale encore fragile. L'octroi difficile des prêts auprès des banques, la hausse des taux d'intérêt et la décélération du marché immobilier sont les trois principales raisons invoquées. Il n'omet pas d'ajouter, avec trois ans d'avance, que les prix des matières premières seront fortement impactés par un tel scénario.

**24 mars 2011** Le Premier Ministre du Portugal José Socrates propose de démissionner, un plan de sauvetage du pays semblant à présent « difficilement évitable ».

**5 avril 2011** Ben Bernanke répète que selon lui, les niveaux d'inflation plus élevés ne sont qu'une situation « transitoire », qui s'expliquent par le prix des matières premières, qui finiront selon la Fed par se stabiliser.

**6 avril 2011** Le Portugal demande officiellement l'aide des autres Etats européens. C'est donc le troisième pays à entreprendre une telle démarche, après la Grèce et l'Irlande. Le montant de l'aide devrait avoisiner les 90 milliards d'euros.

**7 avril 2011** La BCE relève son taux directeur de 25 points de base, pour la première fois depuis 2008, tout en évoquant les risques qui planent toujours sur l'économie mondiale. Cette décision illustre à quel point à l'époque les points de vue de la Fed (voir 5 avril 2011, deux jours auparavant) et de la BCE sont divergents.

**18 avril 2011** S&P place la note des Etats-Unis sous perspective négative. Mohamed El-Rian estime que cette perspective négative doit être prise comme « un avertissement, non seulement pour l'économie américaine, mais également pour l'économie mondiale ».

Les taux d'intérêt des pays périphériques continuent de se dégrader : plus de 20% pour le taux grec, plus de 10% pour le taux portugais.

**2 mai 2011** Ben Laden est assassiné par les forces spéciales américaines.

**6 mai 2011** Dans sa version internet, le magazine allemand Spiegel annonce que la Grèce s'apprêterait à quitter la zone euro.

**9 mai 2011** Réunion secrète de membres de l'eurozone en vue d'une révision de l'aide apportée à la Grèce, qui demande depuis quelques jours un rallongement de la durée de remboursement de sa dette.

**16 mai 2011** Dominique Strauss-Kahn est arrêté à New York.

Le même jour, les membres de l'eurozone annoncent qu'ils sont prêts à un « reprofilage » de la dette grecque, c'est-à-dire essentiellement un allongement des maturités, tout en rappelant leur ferme opposition à une « restructuration ».

**19 mai 2011** Même dans le cas d'un simple « reprofilage », à présent appelé une « restructuration soft », la BCE fait savoir qu'elle ne pourrait alors plus accepter les obligations grecques en collatéral à son guichet. Le nouveau Président de la Bundesbank Jens Weidmann réitère ces propos, comme s'ils ne suffisaient pas. Les marchés.

**31 mai 2011** L'UE annonce qu'elle va décider d'un nouveau plan d'aide pour la Grèce, tout en continuant d'exclure catégoriquement une restructuration totale. Depuis des jours et des semaines, chaque jour, le sujet de la dette grecque continue de miner le marché. Des manifestations monstres paralysent le pays à cause des mesures d'austérité demandées en échange.

**2 juin 2011** Moody's annonce pouvoir dégrader la note des Etats-Unis « dès le mois prochain. »

**6 juin 2011** Une nouvelle (et n-ième) solution au problème grec est apportée par la Troïka.

**15 juin 2011** Les ministres des finances de l'eurozone ne parviennent pas à finaliser un plan d'aide pour la Grèce. La nervosité des marchés est effroyable.

**22 juin 2011** Annonce d'un nouveau plan d'aide pour la Grèce. Je n'en ai même pas noté les détails, tant les annonces de plans se succèdent, tous aussi inutiles les uns que les autres, quand ils ne sont pas annulés le lendemain, ou qu'il n'est pas annoncé que leur ratification est finalement impossible.

**23 juin 2011** Le Président de la BCE Jean-Claude Trichet estime que les signaux de risque pour la stabilité financière « clignotent au rouge. »

**24 juin 2011** Les banques italiennes plongent en bourse à cause d'un risque de contagion à l'Italie.

**4 juillet 2011** Les Etats membres de la zone euro, à l'initiative notamment de la France et de son secteur bancaire, essaient de promouvoir l'idée d'impliquer le secteur privé dans un nouveau plan de restructuration de la dette grecque, en allongeant la maturité de 30 milliards d'emprunts d'Etat détenus par des institutions, afin d'alléger le fardeau porté par l'Union Européenne et le FMI. Problème soulevé par S&P, cela équivaldrait à un « défaut sélectif » de la Grèce.

**7 juillet 2011** La BCE remonte son taux directeur de 25 points de base et le passe de 1.25% à 1.50%.

**12 juillet 2011** Après la Grèce et le Portugal, la note de l'Irlande est abaissée à « Spéculatif ». L'Italie est attaquée depuis plusieurs jours.

**14 juillet 2011** Après Moody's le 2 juin, S&P place la note des Etats-Unis sous revue pour éventuel abaissement.

**22 juillet 2011** Pour la sixième fois en 18 mois, l'Union Européenne annonce un plan de sauvetage définitif. Ce plan a la particularité d'impliquer le secteur privé sur des montants non négligeables, à hauteur semble-t-il de 106 milliards d'euros. De plus, le taux d'intérêt des prêts consentis va être abaissé à 3.5% pour les trois pays bénéficiant actuellement d'un plan de sauvetage.

**5 août 2011** Depuis plusieurs semaines, je ne mentionne même plus les dégradations de notations ou de perspectives de notations des Etats européens, qui sont le quotidien des marchés. Mais ce 5 août 2011, une nouvelle bombe explose sur le marché, alors que je suis en vacances : S&P dégrade les Etats-Unis de AAA à AA+, en maintenant une perspective négative. Cette dégradation intervient à un moment pour le moins surprenant. En 2011, après deux années 2009 et 2010 au cours desquelles le déficit s'est creusé jusqu'à 10% du PIB, les Etats-Unis sont déjà en train de rétablir leurs finances publiques et le pays a commencé à réduire à 8% du PIB ce déficit. Dès 2014, les Etats-Unis présenteront un budget avec un déficit réduit à 2 à 3% du PIB.

**16 août 2011** Meeting dit « Merkozy », entre Angela Merkel et Nicolas Sarkozy, afin de parvenir à une plus grande intégration fiscale, ainsi qu'une vraie gouvernance pour l'eurozone. De plus, proposition d'une taxe sur les transactions financières.

Nous sommes aujourd'hui le 8 février 2017, c'est-à-dire près de six ans après ce rendez-vous. Aucune gouvernance de la zone euro, ou de l'Union Européenne, n'a été améliorée. Aucune convergence fiscale n'a été décidée. Le Royaume-Uni a quitté l'Union Européenne. Seule la taxe, elle, a bien été mise en place.

**22 août 2011** Dans le journal ZDF, Angela Merkel réitère ses propos déjà maintes fois prononcés : pas d'eurobonds, qui constituent une mauvaise solution, et qui prendraient par ailleurs « des années » à voir le jour. Elle ajoute, ce qui est tout à fait révélateur de la pensée des politiques par rapport à l'économie et aux marchés financiers : « le pouvoir politique ne peut pas, et ça ne sera pas le cas, dépendre des marchés financiers. »

**23 août 2011** La zone euro continue de poser de graves difficultés. Alors que la BCE achète du papier sur le marché secondaire, pour plusieurs milliards chaque semaine (14 milliards d'euros cette semaine, 22 milliards d'euros la semaine précédente), trois membres de son Conseil de Gouvernance sont opposés à une telle action. Bien sûr, il ne fait aucun doute que la Bundesbank est vent debout contre cette action. Ce qui l'affaiblit, puisque sans action résolue, la banque centrale perd toute son autorité.

**30 août 2011** Pour la sixième fois en cinq ans, un nouveau Premier Ministre japonais est élu. Il s'appelle Yoshihiko Noda.

**2 septembre 2011** La Grèce et la Troïka suspendent leurs négociations sur fond de désaccord sur les objectifs de déficit. Celui-ci devrait atteindre au moins 8.5% du PIB en 2011, contre un objectif, intenable compte tenu des perspectives de croissance, de 7.6%.

**9 septembre 2011** Juergen Stark, économiste en chef de la BCE, démissionne du comité de direction de l'institution.

**15 septembre 2011** Signe du fonctionnement toujours défaillant des marchés mondiaux, la BCE annonce aujourd'hui, en coopération avec la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque Nationale de Suisse, de mener des opérations d'injections de liquidités en dollars jusqu'à la fin de l'année, dans le but d'éviter tout risque d'illiquidité sur les marchés interbancaire.

**11 octobre 2011** Jean-Claude Trichet affirme que « la crise des dettes souveraines de la zone euro menace le système financier. » Cette déclaration, en plus d'être inutile, n'est pas vraiment faite pour réjouir les investisseurs, dont certains sont excédés par les avertissements constants de la BCE sur l'inflation, dans une période où l'on sait déjà pertinemment que le risque majeur à venir est celui de la déflation. Jean-Claude Trichet quitte ses fonctions le 1<sup>er</sup> novembre 2011.

**24 octobre 2011** La France abaisse sa perspective de croissance pour l'année 2012 de 1.75% à 1.20%. Elle sera de 0.20%.

**27 octobre 2011** Nouveau grand plan anti-crise de l'Union Européenne. C'est le deuxième plan officiel d'aide à la Grèce. Je n'en note même pas tous les détails. Des règles d'or budgétaires devront être adoptées. La dette de la Grèce détenue par les banques est annulée de 50%. Encore et toujours de nouvelles mesures inefficaces qui permettent d'esquiver le sujet d'un engagement clair, net et illimité de la BCE. Une vague annonce relative à un intérêt de la Chine pour acheter de la dette grecque et européenne sera démentie dès le 2 novembre.

**31 octobre 2011** Dans une décision surprise, le Premier Ministre grec Giorgos Papandreou annonce la tenue d'un referendum sur l'accord trouvé avec l'Union Européenne.

**3 novembre 2011** L'UE suspend son aide à la Grèce et demande clairement au pays de confirmer son engagement à rester au sein de la zone euro. Finalement, à l'issue d'une journée au cours de laquelle s'est joué un véritable psychodrame entre la Grèce, la France et l'Allemagne, la Grèce décide d'annuler la tenue d'un referendum.

**14 novembre 2011** Mario Monti est nommé Premier Ministre de l'Italie.

**28 novembre 2011** L'OCDE avertit les responsables européens sur la précarité de la situation en Europe, et demande des solutions « crédibles et suffisamment fortes », impliquant la BCE. Moody's formule également un avertissement très clair.

**5 décembre 2011** Nouveau « Merkozy », c'est-à-dire une nouvelle rencontre entre Nicolas Sarkozy et Angela Merkel, dont il ne ressort à nouveau rien.

**14 décembre 2011** Jens Weidmann, membre du conseil de la BCE, critique ouvertement l'action de l'institution à laquelle il appartient, s'agissant de l'achat d'obligations sur le marché secondaire, dont il affirme « qu'il n'est pas un grand fan » et qu'il devient de plus en plus « sceptique » quant à l'efficacité d'une telle action. De tels propos illustrent les conflits internes au sein de l'institution à cette époque. Ils ont des effets ravageurs sur les marchés et sur la confiance des investisseurs.

# 2012 – La zone euro s'équipe enfin d'une banque centrale

---

*« Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough. »*

*Mario Draghi, Président de la BCE, 26 juillet 2012*

En juin 2012, après que l'Espagne, puis Chypre, aient emprunté la même voie que la Grèce et l'Irlande en 2010 et que le Portugal en 2011, cela porte à cinq le nombre de pays ayant fait appel à la solidarité de leurs voisins européens.

Les disputes et incompréhensions vont toujours bon train, comme depuis deux ans : l'Allemagne s'oppose à l'Espagne et à l'Italie, qui ont tenté un petit coup politique en faveur d'une relance de la croissance, la Finlande et les Pays-Bas bloquent certains mécanismes du MES, et l'indice Eurostoxx 50 se rapproche de ses tréfonds de l'année 2008, autour des 2.000 points. Et les agences de notation poursuivent leurs dégradations à tout va, Moody's allant même jusqu'à dégrader l'Allemagne à la fin du mois de juillet.

Le 24 juillet, la Grèce menace de ne pouvoir tenir ses engagements de réduction de déficit exigés par la Troïka, ouvrant la voie à une nouvelle restructuration.

Dans une allocation qui appartient maintenant à l'histoire financière, Mario Draghi, alors surnommé « Super Mario », ce qui illustre bien le soulagement des investisseurs, met fin à deux ans de crise continue, en prononçant le fameux « *whatever it takes speech*. » La zone euro est, enfin, comme toutes les grandes zones monétaires mondiales, dotée d'une vraie banque centrale.

Le reste de l'année sera chaotique et les résultats économiques exécrables. Mais la crise commence à toucher à sa fin.

**13 janvier 2012** Rien n'a tellement changé en 2011, et dès le début de l'année 2012, en conséquence, les agences de notation poursuivent leur action. Qui commence, s'agissant de S&P, le 13 janvier : La France perd son AAA et passe à AA+, comme l'Autriche. Le Portugal est *downgradé* de BBB- à BB et devient ainsi « *Junk* », l'Italie a sa note abaissée de A à BBB+.

**24 janvier 2012** L'UE rejette un plan de restructuration de la dette grecque préparé par les créanciers, en arguant du fait que le niveau d'endettement de la Grèce demeure insoutenable à long terme.

**10 février 2012** Je note qu'une incertitude totale prévaut toujours au sujet de la Grèce, sans qu'aucun plan pérenne ne soit même évoqué, et alors que des manifestations violentes se poursuivent à Athènes.

**21 février 2012** Un nouveau plan de sauvetage de la Grèce est signé. Les porteurs privés de la dette grecque vont subir une décote de 53.5% sur un montant total de l'ordre de 200 milliards d'euros, soit une nouvelle injection de près de 100 milliards d'euros. L'objectif est de réduire l'endettement de la Grèce à 121% du PIB à horizon 2020, contre un niveau actuel de 160%. Ce plan est, comme tant d'autres, censé être celui de la dernière chance, et définitif.

**16 mars 2012** Le FMI affirme que la Grèce reste « sujette à une risque d'accident », et qu'une restructuration supplémentaire de sa dette pourrait être nécessaire.

**6 mai 2012** François Hollande est élu Président de la République française.

**17 mai 2012** Nouvelles rumeurs de départ de la Grèce de la zone euro, alors que le pays ne parvient pas à dégager une majorité claire au Parlement et que de nouvelles élections doivent se tenir.

**22 mai 2012** Le Premier Ministre grec Loukas Papademos affirme que la Grèce pourrait s'apprêter à préparer un départ de la zone euro.

**4 juin 2012** Des dirigeants de l'UE et de la BCE seraient en train de préparer un « plan d'envergure » visant à inventer une « nouvelle Europe », qui comprendrait une intégration bancaire, fiscale et politique. On ne réentendra plus parler d'un tel plan.

**11 juin 2012** L'Espagne devient le quatrième pays, après la Grèce (2010), l'Irlande (2010) et le Portugal (2011) à demander l'aide internationale. L'économie espagnole représente deux fois la taille des économies réunies du Portugal, de la Grèce et de l'Irlande. On parle donc d'un plan d'aide beaucoup plus gros à présent. Une injection de liquidités de 100 milliards d'euros sera mise en œuvre, provenant entre autres du EFSF et du MES. L'évènement déstabilise des investisseurs fatigués par deux ans de crise en zone euro qui ne semble toujours pas trouver d'issue.

**25 juin 2012** Chypre, à la suite de l'Espagne, demande officiellement l'aide de l'UE via les fonds EFSF et MES pour sauver son économie de la banqueroute, et devient ainsi le cinquième Etats à recourir au mécanisme de solidarité européenne.

**29 juin 2012** Lors d'un nouveau meeting européen, l'Espagne et l'Italie, dans une sorte d'alliance des pays les plus vulnérables de la zone, tentent un tour de force face à l'Allemagne : les deux pays n'accepteront aucun plan de relance européen sans progrès significatifs sur le sujet de la dette des Etats. Cette nouvelles t bien accueillie par des investisseurs que les solutions actuelles, Troïka et fonds EFSF / MES, ne satisfont pas. Ce qu'ils exigent : union fiscale et eurobonds.

**2 juillet 2012** La Finlande et les Pays-Bas bloquent la possibilité pour le futur MES de pouvoir acquérir des obligations d'Etat sur le marché secondaire.

**5 juillet 2012** Alors que le « coup » de l'Espagne et de l'Italie avec l'Allemagne le 29 juin ressemblait à une petite victoire pour les deux pays, Angela Merkel rappelle fermement ce jour que la réunion du 29 juin n'a absolument rien changé aux règles de sauvetages européennes, et que l'Allemagne ne s'est aucunement engagée à modifier les traités en vue de l'application de telles solutions.

**24 juillet 2012** L'agence Moody's dégrade les notes souveraines de l'Allemagne, des Pays-Bas et du Luxembourg, et évoque des incertitudes croissantes pour la zone euro, ainsi que « l'éventualité croissante d'une solidarité accrue » avec les pays les plus affaiblis.

Ce même jour, la Grèce annonce de nouvelles difficultés dans la réalisation de ses objectifs de réduction de son déficit, menaçant de possibles nouvelles mesures de restructuration.

**25 juillet 2012** Moody's dégrade la note du EFSF, suite aux dégradations de la veille de trois pays de la zone. Le château de cartes que constitue le EFSF menace de s'écrouler à son tour.

**26 juillet 2012** Dans une remarque qui appartient maintenant à l'histoire de la finance, Mario Draghi, surnommé depuis « Super Mario », affirme que dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à faire « tout ce qui sera nécessaire pour sauver l'euro », la fameuse expression qu'il prononce en anglais « *whatever it takes* ». Il ajoute « *et croyez-moi, ce sera suffisant* ». L'impact de ces remarques sur le marché est considérable à moyen terme, même s'il n'est pas immédiat à court terme. J'en saisis immédiatement la portée : pour la première fois dans la crise de la zone euro, enfin, la BCE accepte de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. C'est-à-dire que la zone euro est enfin équipée, comme les autres grands ensembles monétaires, d'une vraie banque centrale.

**31 août 2012** Le Pays-Bas revient sur ses déclarations du 2 juillet et affirme supporter les mesures de soutien et de la solidarité en place au sein de la zone euro.

**6 septembre 2012** La BCE met en place le système *Outright Monetary Transactions (OMT)*. Sans limite, la BCE achètera des obligations à hauteur de 50/50 avec les fonds EFSF et le MES. Ca y est, la BCE se retrouve enfin à acheter des obligations souveraines sur le marché secondaire, sans limite.

Ce qui est incroyable, c'est que cette décision est, le jour même, critiquée par le Président de la Bundesbank Jens Weidmann, qui considère que ce programme d'achat d'obligations à « un financement des Etats avec le planche à billets. »

**13 septembre 2012** La Fed lance son programme d'assouplissement quantitatif QE3 consistant en des injections de liquidité mensuelles de 40 milliards de dollars. Combiné au programme *Operation Twist*, cela signifie que la Fed va injecter en tout 85 milliards de dollars par mois dans l'économie américaine, l'équivalent du programme QE2 en 2010. De plus, aucune durée n'est fixée, afin d'éviter que l'approche de l'échéance, et même son anticipation, ne déstabilise le marché, comme pour les deux autres programmes. La fin du QE3 est donc conditionnée à « une amélioration substantielle sur le front de l'emploi. »

**20 novembre 2012** Moody's abaisse à son tour la note de la France, que l'agence prive de son AAA, en passant la note à AA1, perspective négative.

**27 novembre 2012** Nouveau plan d'aide de l'eurozone à la Grèce, nouvelle restructuration, nouveau défaut qui ne porte pas son nom. C'est le troisième plan d'aide officiel.

# 2013 – La BCE prend le large

---

*« Si la banque ne peut pas se recapitaliser, eh bien on va parler aux actionnaires et aux créanciers. On va leur demander de contribuer. Et si c'est nécessaire, on va aussi demander aux déposants qui ont plus de 100.000 euros à la banque. »*

*Jeroen Dijsselbloem, récemment élu à la tête de l'Eurogroup, à propos de Chypre, 26 mars 2013*

Le nouveau psychodrame européen de 2013 s'appelle Chypre, qui représente 0.2% du PIB de la zone euro et qui va pourtant paralyser les marchés pendant des semaines, ouvrant la voie au dangereux système de « *bail-in* », initialement destiné à punir les milliardaires russes, mais qui finira par peser sur tout le système bancaire européen. C'est dire l'état d'exaspération des créanciers du Nord de la zone, dont les électeurs ne veulent plus dépenser un euro pour sauver les pays affaiblis ou leurs banques.

Mais globalement, la situation économique s'améliore en 2013, et les banques centrales se débrouillent remarquablement bien. La Fed commence à regarder vers la sortie, tout en soignant sa communication.

La BCE procède tout en douceur à sa deuxième grande modification de mandat, un an après le « *whatever it takes speech* » de 2012. Elle annonce en effet que ses décisions ne dépendront plus que du seul niveau de l'inflation et que le niveau de la croissance sera également pris en compte. L'institution entend jouer un rôle accru dans la distribution du crédit au sein de la zone. Son président assouplit les règles du collatéral accepté à son guichet.

2013, belle année donc, mais, discrètement, la Chine commence à montrer des signes de fatigue. Elle sème les germes de la prochaine crise de 2014, celle des matières premières.

**7 janvier 2013** L'application des nouvelles règles prudentielles Bâle III est reportée à l'initiative des banquiers centraux, qui jugent la loi trop contraignante dans un contexte de croissance trop fragile.

**25 janvier 2013** La BCE annonce que 278 banques européennes vont commencer à rembourser 137 milliards d'euros de liquidités fournies lors des opérations LTRO, programme de l'ordre d'1 milliard d'euros financés par la BCE à 800 banques européennes en 2012. Les taux interbancaires sont presque parfaitement normalisés, et cette annonce en est un signal supplémentaire.

**18 mars 2013** En échange d'un plan de sauvetage de 10 milliards d'euros, Chypre aurait accepté que les banques du pays taxent à hauteur de 6.75% tous les dépôts bancaires jusqu'à 100.000 euros, et à hauteur de 9.90% tous les dépôts bancaires supérieurs à 100.000 euros. La mesure permettrait de rapporter 5.8 milliards d'euros supplémentaires.

L'impact de cette mesure est, à nouveau, très mauvais sur le marché. Chaque plan d'aide comporte ses spécificités locales qui ne viennent on ne sait d'où. En l'espèce, il semblerait que cette mesure soit une rétorsion contre des avoirs russes qui seraient abondants à Chypre. Ensuite, cette mesure introduit à nouveau un hasard moral sur les décisions qui sont prises dans le cadre de l'Union Européenne. A chaque plan, des exigences différentes, fonctions de l'humeur de la Commission, ou d'autres organes décisionnaires. Enfin et surtout, en l'espèce, cette mesure est susceptible de toucher d'autres banques de la zone euro et elle signifie que la garantie des dépôts bancaires n'est plus assurée. Les marchés actions ouvrent en forte baisse.

**19 mars 2013** Coup de théâtre, le Parlement chypriote s'oppose au projet de loi de taxation des avoirs bancaires. Un certain nombre de membres du gouvernement seraient également opposés à un tel système, laissant penser que le président chypriote Nikos Anastasiadis a négocié de façon unilatérale avec la Troïka.

**22 mars 2013** Tous les regards des investisseurs sont tournés vers Chypre. En 2013, après cinq ans de crise, il est encore possible qu'un Etat comme Chypre, 0.2% du PIB de la zone euro, 0.4% des avoirs bancaires de la zone euro, pose un problème systémique.

**25 mars 2013** Un deal de dernière minute est finalement trouvé, qui se solde par la nationalisation de la Banque Laiki et une « restructuration » de la Banque de Chypre passant par une implication des créanciers, des actionnaires, et des déposants de plus de 100.000 euros, ouvrant ainsi la voix à un système de « *bail-in* », autrement dit sauvé « par soi-même », par opposition au système de « *bail-out* », selon laquelle la banque est sauvée par « les autres ». Un contrôle des capitaux est mise en place afin d'éviter toute sortie massive.

**26 mars 2013** Les marchés sont perplexes. Le ministre des finances hollandais Jeroen Dijsselbloem, nouvellement élu à la tête de l'Eurogroupe affirme que le modèle de « *bail-in* » devrait devenir, en zone euro, comme le futur cadre de travail. Ce qui pose de sérieuses questions sur la confiance des épargnants envers leur institution, par rapport à leurs dépôts, sur la solidité financière nécessaire des banques, sur leur taille, leur coût du risque, et le montant de capital nécessaire pour rassurer les clients. « *Ce que nous avons fait serait ce que l'on pourrait appeler « repousser les limites du risque » »,* affirme Dijsselbloem. Il poursuit : « *S'il y a un risque sur une banque, notre première question devrait être « -ok, qu'allez-vous faire, vous qui êtes à l'intérieur de cette banque ? Que pouvez-vous faire pour vous recapitaliser ? » Si la banque ne peut pas se recapitaliser, eh bien on va parler aux actionnaires et aux créanciers. On va leur demander de contribuer. Et si c'est nécessaire, on va aussi demander aux déposants qui ont plus de 100.000 euros à la banque. »*

**4 avril 2013** La Banque du Japon lance une « blitzkrieg » contre la déflation, sous l'impulsion de son nouveau Gouverneur Haruhiko Kuroda, en injectant massivement des liquidités, de l'ordre de 60 à 70 trillions de Yen chaque mois.

**16 avril 2013** Deux explosions au marathon de Boston.

**16 mai 2013** Un rapport des engagements financiers « *off balance sheet* » de la France montre que ces engagements ont été multipliés par 8 depuis 2006, représentant à présent 3.100 milliards d'euros, soit 150% du PIB du pays. Si les engagements relatifs aux systèmes EFSF et ESM expliquent en partie cette évolution, les provisions relatives au financement du système de retraite représentent également une part significative.

**29 mai 2013** Prévisions économiques encourageantes de l'OCDE, s'agissant notamment des pays du Sud de l'Europe. La Grèce devrait voir sa croissance passer à -1.2% en 2014, contre -6.4% en 2012. L'Italie devrait, elle, passer de -2.4% à +0.4%. Le Portugal, de -3.2% à +0.2%. L'Espagne enfin devrait se redresser sur la même période de -1.4% à +0.4%. Les chiffres de la Banque Mondiale donnent les résultats suivants : La Grèce sera à +0.4% de croissance en 2014. L'Italie ne sera qu'à +0.1%. Le Portugal sera à +0.9%, contre +0.2% anticipé par l'OCDE. L'Espagne enfin fera beaucoup mieux, à +1.4%.

Dans tous les cas, ces résultats sont plutôt encourageants, avec une mention spéciale pour l'Espagne, qui aura fait beaucoup mieux que les anticipations.

**10 juin 2013** Près de deux ans après la dégradation de la note des Etats-Unis avec une perspective négative, S&P annonce rehausser cette perspective à « neutre ».

**14 juin 2013** Le ministère de finances chinois annonce ne pas arriver à réaliser une émission de dette souveraine, pour la première fois en deux ans. L'équivalent de 1.55 milliard de dollars a été souscrit à 273 jours, soit un tiers de moins que l'objectif. C'est la deuxième fois qu'un tel incident se produit, l'Agricultural Development Bank of China ne parvenant pas à émettre plus de la moitié du papier offert la semaine précédente. Le système interbancaire montre par ailleurs des signes de faiblesse.

A cette époque, les informations négatives relatives à la Chine ne sont pas encore une source d'inquiétude pour le marché. Mais elles commencent petit à petit à se diffuser, et mèneront à la prochaine crise des marchés, celle des matières premières, dès 2014.

**3 juillet 2013** Manifestations monstres en Egypte, coup d'Etat militaire contre le Président Mohamed Morsi.

**4 juillet 2013** Mario Draghi surprend les marchés en faisant à nouveau évoluer le mandat de la BCE –sans rien changer sur la forme bien sûr, afin de ne pas heurter les Allemands et autres pays du Nord de la zone euro. A l'unanimité (ce qui inclut donc les représentants de la Bundesbank), il a en effet été décidé d'introduire d'autres variables d'appréciation de la situation économique que la seule lecture du niveau d'inflation. L'inflation, la situation économique ainsi que les données relatives au marché monétaire – notamment la distribution de crédit–, seront à présent pris en compte.

C'est une deuxième évolution primordiale, après la première évolution du 27 juillet 2012. Elle signifie en effet que le mandat de la BCE sera davantage dépendant du niveau de croissance, alors qu'il était auparavant focalisé sur le niveau de l'inflation.

**18 juillet 2013** La BCE va accepter des ABS en collatéral à son guichet, avec des conditions améliorées (*haircut* abaissé de 16% à 10%) et des notations plus basses (de AAA à A), estimant que cette décision équivaut à une nouvelle injection de liquidités de l'ordre de 20 milliards d'euros. L'institution annonce chercher activement à accroître le crédit aux petites entreprises.

**8 août 2013** Barack Obama affirme au Premier Ministre grec Antonis Samaras que les Etats-Unis sont prêts à aider la Grèce dans ses réformes. Barack Obama estime que l'enjeu est au niveau européen et

mondial. Le Premier Ministre estime quant à lui que les efforts consentis par sa population sont « colossaux, mais pas en vain » espère-t-il. C'est là tout une partie de l'ambiguïté du sujet grec. Toute une partie des Etats créanciers, et à travers eux des électeurs qui élisent leurs représentants, estime au contraire que la Grèce et sa population ne font que payer le prix des mensonges et des largesses du passées. La Grèce a fait faillite des dizaines de fois dans son histoire, et les contribuables européens sont excédés par ce psychodrame qui dure depuis plus de trois ans. Il n'y aura jamais eu, dans ce dossier, de consensus fort pour un vrai sauvetage du pays. Les différents plans qui se sont enchainés ont été scellés sur des compromis forts de toute part, et les résultats s'en ressentent.

**5 septembre 2013** Situation très tendue en Syrie, où le pouvoir est accusé d'avoir utilisé des armes chimiques contre la population.

**9 septembre 2013** La confiance des investisseurs américains dans le marché actions européen revient. Selon Goldman Sachs, les investisseurs auraient investi 65 milliards de dollars sur les actions européennes sur les six premiers mois de l'année 2013, le flux le plus élevé depuis 1977.

16 septembre 2013 Janet Yellen sera la prochaine Présidente de la Fed. Elle fut particulièrement active pendant la crise de 2008, se rendant compte très vite, dès le début de l'année 2007, de dysfonctionnements dans le système monétaire mondial. Elle est donc considérée comme un parfait successeur de « *Helicopter Ben* », étant comme lui largement disposée à utiliser autant que de besoin l'arme monétaire.

**23 septembre 2013** Angela Merkel est largement réélue chancelière d'Allemagne et va ainsi entamer son troisième mandat.

**30 septembre 2013** Premier « *shutdown* » du gouvernement américain depuis 1996. Des Agences américaines vont devoir faire faillite ou cesser temporairement de payer leur personnel.

**9 octobre 2013** Barack Obama nomme officiellement Janet Yellen Présidente de la Fed.

**16 octobre 2013** Fin du « *shutdown* » américain.

**18 décembre 2013** La Fed réduit son programme d'achats mensuels à 75 milliards de dollars par mois, en effectuant une réduction équivalente des achats de MBS (passent de 40 à 35 milliards de dollars) et d'obligations souveraines (passent de 45 à 40 milliards de dollars). La Fed annonce qu'en revanche, les taux directeurs resteront inchangés tant que le taux de chômage ne sera pas repassé « bien en-deçà » de 6.5%.

# 2014 – Crise des matières premières dans une certaine indifférence

---

*« L'Etat a forcément à dire son mot parce qu'il est celui qui commande, non pas l'entreprise, mais qui commande à l'entreprise. »*

*F. Hollande, Président français, au sujet du rachat d'Alstom par General Electric, avril 2014*

Devant la faiblesse persistante des taux de croissance et d'inflation de la zone euro, la BCE décide le 5 juin de franchir une troisième étape, inédite, jamais expérimentée par une grande banque centrale : passer en négatif le taux de dépôt des banques commerciales à son guichet. L'efficacité de cette mesure alimentera la réflexion économique pour de nombreuses années. Mais force est de constater que l'année 2014 marque, enfin, le net redressement des prêts bancaires au secteur privé.

2014 est également l'année de l'acquisition du fleuron français Alstom par General Electric, au grand dam des responsables politiques français, dont aucun n'a compris que Bâle pour les banques, Solvency pour les assureurs, et des taxes toujours plus élevées pour les ménages, ont affaibli la structure bilancielle des sociétés européennes, sous-capitalisées, et peu chères.

2014 se caractérise aussi, malheureusement, par de grandes difficultés à gérer des conflits aux répercussions mondiales : l'Ukraine bien sûr, mais surtout l'Irak, où les Sunnites avancent à grand pas.

2014 enfin voit les prix du pétrole s'effondrer de plus de 30%, sur fond de décélération de la croissance mondiale et d'excès d'offre, un phénomène que presque personne n'avait anticipé. Après avoir guetté chaque dollar de hausse des cours depuis 2007, les marchés analyseront à présent chaque dollar de baisse.

**1<sup>er</sup> janvier 2014** La Lettonie devient le dix-huitième Etat membre de la zone euro.

**7 janvier 2014** Succès de l'émission obligataire de l'Irlande, la demande s'élevant à 9 milliards d'euros contre 3 milliards d'euros offerts. Le taux à 10 ans du pays passe à 3.26%, alors que le pic de 2011 s'était établi à 15.00%. La crise des dettes souveraines européennes s'éloigne doucement, à l'exception de la Grèce.

**28 janvier 2014** La banque italienne Intesa San Paolo annonce procéder au remboursement final de son emprunt de 36 milliards d'euros auprès de la BCE, après avoir remboursé une première tranche de 15 milliards au cours du mois de novembre 2013. L'emprunt était à échéance décembre 2014, mais le nouveau CEO Carlo Messina semble vouloir prendre son indépendance.

**29 janvier 2014** Nouvelle réduction des achats d'actifs de la Fed, de 75 milliards à 65 milliards d'euros.

**7 février 2014** La Cour Constitutionnelle allemande transfère sa plainte relative aux achats d'actifs illimités d'obligations par la BCE à Cour Européenne de Justice (CEJ). La Cour Constitutionnelle estime que les opérations dites « OMT » (« *Outright Monetary Transactions* ») sont hors du mandat de la BCE, mais elle préfère renvoyer le problème à la CEJ, ce qui semble en dire long sur les dissensions internes au sein de la Cour Constitutionnelle allemande.

Des telles informations illustrent parfaitement le degré d'incompréhension, le manque d'organisation, de fluidité, et, surtout, de volonté de l'Europe de régler une bonne fois pour toutes, efficacement, réellement, la crise financière et monétaire qui la ronge. Les pays membres de la zone euro semblent avoir des intérêts, et, plus graves, des aspirations bien différentes. Un euro fort et une inflation réduite au maximum, tels sont les souhaits des dirigeants allemands, pour protéger leur population vieillissante d'épargnants. Un euro faible, et de l'inflation pour effacer les dettes d'une gestion plus qu'approximative : c'est le cadre de travail dont rêvent les Français et certains pays du Sud de la zone.

**3 mars 2014** Fébrilité sur les marchés émergents depuis le début de l'année, qui prend aujourd'hui une tout autre tournure. La Russie menace en effet d'envahir l'Ukraine.

**5 mars 2014** A nouveau des nouvelles négatives, à répétition, régulièrement, en provenance de Chine. Un certain nombre de sociétés privées éprouvent des difficultés de financement, quand elles ne sont pas en train de faire faillite. Pour l'instant, les prix des matières premières se maintiennent.

**17 mars 2014** Vladimir Poutine signe un décret reconnaissant l'indépendance de la Crimée. Un referendum qui s'est tenu le week-end a donné un résultat largement en faveur de cette indépendance. Naturellement, nous n'avons aucune information fiable.

**24 avril 2014** Rumeur d'acquisition d'Alstom par General Electric. Cette acquisition aura lieu en fin de mois et m'inspire alors le message suivant.

*Première remarque, il convient de souligner que nous sommes dans une situation vraiment paradoxale : alors que la croissance mondiale accélère et va continuer d'accélérer partout dans le monde, ce groupe énergétique de dimension mondiale, qui produit et distribue de l'énergie sur des segments parfois à très forte valeur ajoutée, ne va pas bien.*

*Dans ce monde d'après-crise, il y a les proies, faibles et peu capitalisées, et il y a les prédateurs, forts, puissants, au premier titre desquels les Etats-Unis, le pays grand gagnant de l'après-crise, et qui le sait. Cette opération met en exergue la puissance de feu atteinte par les entreprises américaines dans la crise financière. En 2005, GE disposait de 8.8Mds\$ de cash, qui sont devenus 15.7Mds\$ en 2007, 48.2Mds\$ en 2008, et finalement 88.6Mds\$ à la fin de l'année 2013.*

*La France est faible, tellement faible qu'elle se fait dépecer sans avoir conscience de la valeur de ses actifs. Cette opération est tentée à un moment où l'on se plaint d'un « euro trop fort ». C'est surtout la preuve de la qualité des actifs français et de leur très faible prix. La généreuse prime offerte de 25% est faible, très faible. Une prime de 100% correspondrait seulement au prix d'Alstom avant la crise de l'été 2011. Certes, l'EPS est en baisse depuis la fin de l'année 2010, mais les niveaux de marges ont été significativement rétablis. Et réaliser cette acquisition à moins de 11x P/E et 1.6x P/B ressemble à une bonne affaire.*

*Le gouvernement laisse faire cette opération, « pourvu que l'emploi soit préservé », pourvu que le statu quo précaire et fragile tienne encore quelques mois de plus -et je parie que les pertes en terme d'emploi vont étes lourdes !*

*Deuxième remarque, il est évident que nous n'en sommes pas là par hasard, car tout aura été fait pour en arriver à des capitalisations boursières aussi faibles et fragiles.*

*L'idée de vouloir taxer le capital comme le travail, de rajouter la CSG, la CRDS... bref d'aligner tous les taux par le haut, a découragé tout investissement en actions de la part des particuliers, auxquels il est de toute façon expliqué que les marchés financiers sont source de tous les maux. Comme dans le même temps, au niveau européen, « l'usine à gaz » Solvency 2 (assureurs) / Bâle 3 (banques) bat son plein, au final personne n'est encouragé à acheter Alstom en bourse et d'autres le rachètent à prix cassé : on s'est bien fait baiser au final.*

*Fallait-il confier 30% du capital d'Alstom à Bouygues ? De ce point de vue, pas évident d'affirmer que N. Sarkozy a « sauvé » Alstom ; c'est encore un arrangement entre amis, entre élites, qui se filent et se reflent du capital de fleurons français, qui s'achètent et se revendent les entreprises pendant que le peuple crève la fin. On en revient souvent à ce point sur la France : la proximité des élites économiques, financières et politiques, une consanguinité latente, qui aboutit logiquement à des absurdités.*

*Troisième et dernière remarque sur le passif social que traîne la France, et la démonstration qu'il va y avoir de lourdes pertes en matière d'emploi. Pourquoi le dossier Alstom est-il épineux ? A cause de la question de l'emploi et de l'intervention à tort et à travers du gouvernement français qui crée un aléa moral constant. L'Etat est prêt à toutes les compromissions pour « préserver l'emploi ». Une tornade arrive, et des leaders syndicaux, politiques, protègent d'une main leur château de carte en disant « pourvu que ça souffle pas trop fort ». Dans ce dossier, les emplois seront purement et simplement supprimés. Réponse par les chiffres en prenant l'exemple de GE (on arriverait au même raisonnement avec Siemens..) sans même parler de l'overlap en terme de business.*

*Entre 2007 et 2010, GE a réduit le nombre de ses employés de -12%. Au cours de la seule année 2009, GE a « viré » 35,000 personnes. Lorsque l'on recevait les rapports annuels et intérimaires à cette époque, chaque trimestre, le CEO écrivait, « les gars, ce trimestre, on a viré 10,000 gars, yeah, on va continuer à tous les virer jusqu'à ce que l'on soit à nouveau rentable ». Et dès 2011, message inverse, embauches massives, le nombre d'employés de GE est passé en 2011 de 287,000 à 301,000, puis 305,000 en 2012.*

*Que faisait Alstom pendant ce temps ??? Au nom de la « préservation de l'emploi », -mot presque aussi affreux que « redressement dans la justice », Alstom a, entre 2007 et 2010, augmenté son staff de 67,727 personnes à 77,740, soit une hausse de +15% ! En 2009, l'année où GE virait 35,000 employés, Alstom embauchait 5,736 personnes !!! Puis, la reprise n'étant pas là, les embauches ont continué. Bref, on en arrive à ce résultat : En 2013, chez GE (307,000 salariés), chaque employé rapporte en cash net (Free Cash Flow) 466,000 USD. En 2013 chez Alstom (86,252 salariés), chaque employé rapporte en cash 235,000 EUR : rentabilité des opérations de 1 à 2x.*

*Donc, des emplois vont être détruits car en l'état actuel, la situation est beaucoup trop dangereuse. Donc, d'ici 6 mois, GE ou autre va montrer le calcul ci-dessus et dire, « écoutez, ça n'est pas tenable », je viré 10% des employés = près de 10,000 postes. Et comme en France un salaire coûte trop cher, j'en viré 5,000 en France. Donc, d'ici 6 mois, au nom de la « préservation de l'emploi », Arnaud Montebourg -par ailleurs surement de bonne volonté- va convoquer l'actionnaire, et il va limiter à 50% de ce chiffre des pertes d'emploi. Et donc dans 6 mois, on aura 2,500 chômeurs de plus chez Alstom.*

**30 avril 2014** Le Portugal met fin à son programme d'aide qui était prévu pour une durée de trois ans, pour un montant total de 78 milliards d'euros. Après l'Irlande, le Portugal devient le second pays de la zone euro à fuir un programme de sauvetage considéré comme punitif, en organisant lui-même un « *clean exit* ».

**5 juin 2014** Devant la faiblesse persistante des taux de croissance et d'inflation de la zone euro, la BCE décide franchir une étape inédite, jamais expérimentée par une grande banque centrale dans le monde : passer en négatif le taux appliqué aux dépôts des banques commerciales à son guichet. Le but étant de décourager celles-ci de placer leurs liquidités excédentaires à la BCE et, plutôt, de le distribuer dans l'économie, aux entreprises et aux ménages.

De plus, la BCE propose un « package » de mesures :

- Elle va procéder à des opérations dites « *Targeted Longer-Term Refinancing Operations (LTRO)* » à échéance septembre 2018. Les banques vont être autorisées à emprunter jusqu'à 7% des montants qu'elles prêtent déjà au secteur privé –hors prêts immobiliers– (montants arrêtés au 30 avril 2014), soit un gisement de nouveaux prêts de l'ordre de 400 milliards d'euros. Deux opérations vont être conduites, en septembre et décembre 2014.
- De plus, de mars 2015 à juin 2016, toutes les banques vont être autorisées, chaque trimestre, à emprunter à la BCE jusqu'à trois fois le montant de leur prêts déjà accordés au secteur privé – également, hors prêts immobiliers– sur une période et à un taux qui seront déterminés ultérieurement.
- De plus, la BCE travaille aux modalités techniques d'acquisition d'ABS.
- D'autres mesures techniques d'injections de liquidités sont annoncées, relatives aux opérations MRO et aux opérations d'injections de liquidité dans le cadre du programme SMP.

A cette époque, l'évolution des prêts bancaires aux entreprises, ainsi qu'aux ménages, sont en territoire largement négatif, ou nul. A compter de la fin de l'année 2014, les mesures de la BCE commenceront à porter leurs fruits, avec un net rétablissement de la situation.

**10 juin 2014** Le think tank allemand ZEW estime que les mesures de la BCE sont néfastes et créent les conditions de la « formation d'une bulle », y compris sur les actions.

**12 juin 2014** Les forces armées irakiennes luttent contre les forces islamistes ISIL « Islamic State in Irak and the Levant », qui sont à 130 kilomètres de Bagdad et qui ont pris la ville de Mosul, la plus grande ville du Nord de l'Irak.

**13 juin 2014** Barack Obama évoque la situation préoccupante en Irak, et considère la percée sunnite comme la plus grave crise au Moyen-Orient depuis 2003. Il semble hésiter, voire refuser d'aider militairement l'Irak à ce stade : « *This should be a wake up call. Iraq's leaders have to demonstrate a willingness to make hard decisions and compromises on behalf of the Iraqi people in order to bring the country together. We can't do it for them.* »

**9 juillet 2014** La Fed révèle dans ses Minutes du 17/18 juin qu'elle va probablement mettre fin à son programme de QE en octobre 2014.

**10 juillet 2014** Rumeur de faillite de Banco Espírito Santo sur fond de malversations. Je ne crois pas à la faillite de la plus vieille banque portugaise.

**4 septembre 2014** La BCE réduit encore le niveau de tous ses taux d'intérêt de 10 points de base, dont le *Deposit Facility Rate*, qui passe de -0.10% à -0.20%.

**7 octobre 2014** A nouveau, Jens Weidmann critique fermement l'idée d'une action de la BCE consistant à procéder à des acquisitions d'obligations privées, dans une déclaration cinglante. Il est, comme toujours, conforté dans ses propos par la banque centrale hollandaise.

**13 octobre 2014** Selon l'économiste en chef de Commerzbank, il y a un « énorme conflit » entre Draghi et Weidmann. « *C'est clairement Draghi contre Weidmann, à nouveau. A la fin, Draghi va gagner et on aura un quantitative easing en Europe l'année prochaine.* »

**13 novembre 2014** La crise ukrainienne est sur le point de devenir « hors de contrôle » selon un diplomate américain.

**27 novembre 2014** Les cours du pétrole viennent de dégringoler de 30% en quelques semaines. L'OPEP annonce qu'elle ne jouera pas son rôle habituel de stabilisateur des prix, et que sa production demeurera à 30 millions de barils / jour. Le cartel signe sa dissolution selon Bank of America.

**10 décembre 2014** Annonce d'élections anticipées en Grèce. Le parti Syriza serait favori.

**17 décembre 2014** Barack Obama annonce vouloir rétablir les relations diplomatiques avec Cuba.

**23 décembre 2014** L'OPEP anticipe une remontée des cours du baril à 70, 80 dollars avant la fin de l'année 2015, grâce à une hausse de la demande.

# 2015 – Où l'on reparle de la Grèce, encore et toujours

---

*« Syriza exigera la restructuration de la dette, avec l'effacement de la plus grande partie et une clause de croissance. »*

*Alexis Tsipras, futur Premier Ministre de Grèce, 20 janvier 2015*

Quatrième et dernière étape de la BCE, franchie par Mario Draghi dès le mois de janvier 2015 : l'annonce d'un *Quantitative Easing* européen, aussitôt critiqué, naturellement, par les pays du Nord de la zone euro. Il sera finalement rallongé en fin d'année, jusqu'au mois de mars 2017.

Si Mario Draghi fait tout ce qu'il peut depuis 2012, les Etats de la zone euro et de l'Union Européenne en revanche, n'évoluent absolument pas, dans leur gouvernance, dans leur coopération, et pour fixer un cap à une zone en errance. La gestion du dossier grec en 2015 sera calamiteuse, après l'arrivée d'une équipe dirigeante irresponsable et imprévisible. Cette équipe est saluée unanimement par tous les responsables politiques et les peuples de gauche, notamment dans les pays du Sud de la zone. Elle est, sinon, l'objet de critiques unanimes, notamment de la part des créanciers les plus exigeants.

En fait, l'Union Européenne achève l'année 2015 plus divisée que jamais, et sa bonne santé économique doit beaucoup à la seule action de la BCE.

Aux Etats-Unis, en décembre, Janet Yellen procède au premier relèvement de taux directeurs, de 25 points de base. La Fed soigne sa sortie remarquablement, et cette action sera dignement saluée par les marchés.

**2 janvier 2015** La Lituanie devient le dix-neuvième membre de la zone euro.

**5 janvier 2015** La situation évolue rapidement, et défavorablement en Grèce. Des rumeurs circulent sur un « Grexit » qui serait souhaité par Angela Merkel en personne, des membres du gouvernement estimant par ailleurs que l'UME pourrait très bien s'en sortir sans la Grèce. Ces rumeurs s'avéreront infondées. Le Premier Ministre grec Antonis Samaras estime quant à lui qu'une victoire de Syriza et de son dirigeant Alexis Tsipras se solderait finalement par une sortie de la Grèce de la zone euro.

**7 janvier 2015** La France touchée par les attaques terroristes de Charlie Hebdo.

**13 janvier 2015** L'indice de confiance des petites entreprises américaines NFIB (« *National Federation of Independent Business* ») *Small Business Optimism Index* ressort au-dessus de 100 points, son plus haut niveau depuis 2005.

**14 janvier 2015** La Cour Européenne de Justice saisie par la Cour Constitutionnelle allemande rend son verdict sur les opérations OMT (« *Outright Monetary Transactions* ») de la BCE annoncées au mois d'août 2012. Celles-ci sont jugées effectivement compatibles avec les traités européens, et en cela elles ne posent aucun problème juridique. Près de trois années de procédure, des dissensions encore bien réelles au sein de la zone euro, une incompréhension de fond avec les Allemands et les pays du Nord de la zone euro... de telles informations laissent songeur et dubitatif sur le fonctionnement de cette zone euro.

**22 janvier 2015** Mario Draghi annonce la mise en place d'un programme d'assouplissement quantitatif d'un montant de l'ordre de mille cent milliard d'euros afin de lutter contre le risque de déflation. Jusqu'au mois de septembre 2016, 60 milliards d'euros d'actifs seront mensuellement acquis sur le marché. La BCE anticipe que ce mécanisme va permettre à la zone euro d'accroître de 0.4 points de pourcentage le niveau d'inflation en 2015, et 0.3 points en 2016.

Des critiques sur ce programme sont immédiatement formulées, en tout premier lieu par l'Allemagne. Le Président de la Bundesbank Jens Weidmann et Sabine Lautenschlaeger, membre du conseil de gouvernance de la BCE, s'empressent en effet de s'opposer à ce programme, les injections de liquidité étant considérées comme un « doux poison » pour les gouvernements. Mais ils ne sont pas seuls à formuler de telles critiques. Les Gouverneurs des banques centrales d'Autriche, du Pays-Bas et de l'Estonie formulent les mêmes remarques.

Ainsi en 2015, les dissensions au sein de la zone euro n'ont pas disparu, loin de là. Au contraire, elles ont été exacerbées par cinq plans de sauvetage conclus de façon un peu chaotique, et à chaque fois différente. D'autant que le sujet de la Grèce n'est toujours pas clos.

**4 février 2015** A la suite d'une entrevue entre Mario Draghi et le nouveau ministre des finances Yanis Varoufakis, La BCE suspend la possibilité d'utiliser du papier grec comme collatéral à son guichet. La BCE estime qu'il n'est plus possible de garantir un succès de la revue du programme de la Grèce par ses créanciers.

**6 février 2015** S&P dégrade la Grèce de B à B-, annonce que des dégradations à venir sont possibles.

**11 février 2015** Accord de cessez-le-feu en Ukraine entre le Président ukrainien Petro Poroshenko, Vladimir Poutine, Angela Merkel et François Hollande.

**16 février 2015** Les ministres des finances de l'eurozone cessent leur réunion après que les responsables grecs estiment leurs exigences « absurdes » et « inacceptables ».

**20 février 2015** Un accord aurait été trouvé pour maintenir le programme d'aide de la Grèce. Le pays doit adresser une liste de mesures économiques et fiscales qui vont être mises en œuvre, permettant de valider la poursuite du programme d'aide.

**24 février 2015** Respectant à quelques heures près la limite fixée par l'Eurogroupe, la Grèce adresse bien la lettre de mesures que le pays compte mettre en œuvre en vue de poursuivre son redressement. Des rumeurs laissent penser que les mesures proposées sont jugées crédibles et suffisamment claires.

**9 mars 2015** Jeroen Dijsselboem estime que les mesures proposées par la Grèce dans sa lettre sont « loin d'être suffisantes ».

**27 mars 2015** Rumeurs de contrôle des capitaux en Grèce.

**2 avril 2015** Alors que l'indice S&P500 a atteint 2.100 points, les positions acheteuses d'options de vente surpassent celles d'options d'achat, dans des proportions jamais observées depuis le mois d'octobre 2008. Il faudra en fait attendre le mois d'août pour que le marché finisse par chuter assez lourdement, de plus de 10%. D'ici-là, il évoluera sans tendance, autour de ce nouveau point haut de 2.100 points.

**15 avril 2015** S&P dégrade la note de la Grèce à CCC+, perspective négative. Les relations s'enveniment à nouveau sérieusement avec ses créanciers.

**4 juin 2015** La Grèce devient le premier pays au monde depuis les années 1980 à devoir reporter le paiement d'une échéance au FMI. Le paiement est reporté à la fin du mois.

**22 juin 2015** Le Président de la Commission Européenne Jean-Claude Juncker affirme qu'un accord sera trouvé avec la Grèce cette semaine. Le gouvernement d'Alexis Tsipras a rédigé une lettre de propositions de réformes à mettre en œuvre dans le pays.

**26 juin 2015** Dans une vole face incompréhensible, et sans alerter aucun de ses partenaires et créanciers européens, Alexis Tsipras annonce à la télévision grecque qu'il va soumettre à un référendum (une première en Grèce depuis 1974) les exigences des créanciers du pays, afin de savoir si les citoyens veulent s'y soumettre. Il annonce que le parti Syriza fera campagne en faveur du NON. La décision surprend le monde entier, les marchés actions dévissent.

De plus, Alexis Tsipras annonce la fermeture des banques jusqu'au 6 juillet.  
Je rédige la note suivante.

### ***Maintenant que je vous ai amené nulle part, où voulez-vous aller ?***

*Il s'en est commis un autre d'attentat, ce week-end, et il a été perpétré par Alexis Tsipras à l'endroit de l'Europe. Prenons le temps de rappeler que l'Europe, même dans sa gestation parfois douloureuse, ce n'est pas que des créances et des dettes entre Etats. C'est aussi, quand même, une construction politique qui nous évite la guerre depuis 1945, c'est un espace économique unique qui a amélioré la vie de tous pour la hisser à un niveau de richesse jamais atteint. C'est une politique agricole commune. C'est une monnaie unique qui permet à des centaines de millions d'individus d'échanger des biens et des services beaucoup plus facilement. C'est un espace unique qui permet de se déplacer librement. Voilà aussi la réalité heureuse de l'Europe. Faisant fi de toutes ces considérations, Tsipras et sa bande d'enfants gâtés ont soudainement choisi d'entraver gravement le bon fonctionnement de la zone euro.*

*La méthode Tsipras ? Tout d'abord, hériter en février d'une situation bien meilleure par un certain nombre aspects, notamment un début de résorption du déficit primaire et une normalisation salutaire de la forme de la courbe des taux d'intérêt, grâce aux efforts immenses consentis par sa population. Ensuite, faire n'importe quoi avec ses partenaires européens au nom de principes de justice qui n'ont aucun sens. Prôner la nationalisation, puis privatiser. Dépenser ce qui avait été économisé, puis constater qu'il n'y a pas d'argent. Enfin, une fois qu'il a conduit toute sa population dans une impasse*

*complète –à commencer par les plus pauvres qu’il prétend défendre–, plutôt que décider de la suite, s’en remettre, par lâcheté, à un vote : « maintenant que je vous ai amené nulle part, où voulez-vous aller ? ». Oui, le référendum de Tsipras, c’est de la lâcheté à l’état pur.*

*Tsipras, ce sont les bons sentiments de partage de la richesse couplés à l’académisme dogmatique de son gouvernement pluriel de professeurs. Des socialistes, des communistes, des révolutionnaires, des écologistes, des Trotskyistes, des Léninistes, il y en a pour tous les goûts. Tsipras, ce sont des paroles et encore des paroles, ce sont des promesses intenable à son peuple à qui il ment à longueur de temps, c’est la redistribution de l’argent –oui mais l’argent des autres hein, pas le sien–, c’est l’irresponsabilité portée comme un étendard, la tête haute, avec le sourire aux lèvres et sans la cravate. Là où l’ensemble des acteurs politiques au sein de la zone euro, quelle que soit leur orientation, font généralement preuve de respect vis-à-vis du projet européen, conscients qu’ils n’en sont que les dépositaires pour quelques années en charge de son développement et de son rayonnement, et unis à leurs peuples par un accord tacite de bon sens, Tsipras, lui, fait preuve d’une folie et d’une inconstance totales, vide les banques de son pays, affame sa population et arrête de payer les pensions des retraités, foulant aux pieds l’histoire de l’Europe.*

*Certains trouveront sympathique ou courageuse cette idée de décider unilatéralement de refuser de payer ses dettes. Mais partout dans le monde, à part dans quelques pays émergents peut-être, on sait qu’une dette, ça se paye. Et si ça ne ça paye pas, ça s’étale ou ça s’annule, mais dans le cadre d’un échange respectueux et fructueux avec ses créanciers. Les Italiens, les Espagnols ou les Portugais, qui ont, eux, fait tant d’efforts, ils le savent qu’une dette ça se paye. Cet enfant gâté de Tsipras ne le sait pas. Ne pensons pas non plus que ce sont les Allemands qui sont été rigides. Non, ce week-end, ce sont dix-huit Chefs d’Etats de dix-huit pays et dix-huit équipes de ministres, de négociateurs, qui ont unanimement fustigé le comportement des dirigeants grecs.*

**5 juillet 2015** Le Grecs votent à 61% en défaveur du plan d’aide proposé. Un résultat sans surprise. Yanis Varoufakis annonce démissionne du gouvernement.

**8 juillet 2015** En plus du sujet grec, les marchés sont focalisés sur les difficultés que rencontre la Chine, à la recherche du « prochain Lehman » peut-on lire dans le journal. Les actions chinoises chutent lourdement sur fond d’instabilité économique persistante, Reuters estimant que 500 sociétés supplémentaires n’ont pas pu coter en bourse ce jour, ce qui porterait le nombre total de sociétés ne pouvant coter à 1.300, soit 45% du marché.

**13 juillet 2015** Un nouveau plan d’aide à la Grèce de 53.5 milliards d’euros est approuvé ! Il reposerait essentiellement sur des concessions qui sont très proches de celles que le Premier Ministre Tsipras a refusées à la fin du mois de juin, il y a à peine quelques jours, provoquant l’organisation d’un referendum qui a eu des conséquences catastrophiques pour l’économie du pays. Un fonds séquestre de 50 milliards d’euros d’actifs grecs va être créé afin de procéder aux ventes de ces actifs en remboursement de la dette.

**21 juillet 2015** Selon Gary Ross, le fondateur du groupe Pira Energy Group, les prix actuels du pétrole ne sont pas soutenable à moyen terme, et ils reviendront dans moins de cinq ans à leur plus haut historique, sur fond de déséquilibre important entre l’offre et la demande. Les prix sont alors de l’ordre de 70 dollars / baril.

**11 août 2015** Nouveau plan de sauvetage de la Grèce.

**3 novembre 2015** A Washington, à la commission financière du Parlement, Janet Yellen affirme que les taux directeurs pourraient augmenter au mois de décembre 2015, à condition que les statistiques économiques continuent de montrer que le taux d’inflation va accélérer.

**13 novembre 2015** Attaques terroristes à Paris, notamment au Bataclan.

**20 novembre 2015** Mario Draghi affirme qu'il « n'hésitera pas » à renforcer le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE si cela est nécessaire.

**3 décembre 2015** La BCE abaisse le taux de dépôts de -0.2% à -0.3% et rallonge le programme d'assouplissement quantitatif du mois de septembre 2016 au mois de mars 2017, avec néanmoins une autre possibilité de rallonger encore ce programme.

**16 décembre 2015** La Fed annonce qu'elle relève son taux directeurs de 25 points de base, dans un mouvement historique qui signe clairement la fin d'un paradigme de près de 10 ans. Le vote a été unanime, mais l'institution s'empresse de préciser que les hausses à venir seront très graduelles.

Version 0.0

# 2016 – Les peuples reprennent le pouvoir qu'on avait voulu leur confisquer

---

*« Rien n'est plus imminent que l'impossible, et ce qu'il faut toujours prévoir, c'est l'imprévu. »*

*Victor Hugo, Les Misérables*

Du point de vue politique, l'année 2016 a été une vraie année de rupture. A deux reprises, les marchés ont été pris à contre-pied par des décisions des peuples qu'ils avaient été incapables d'anticiper rationnellement.

Le Brexit d'abord, en juin. Après huit ans de crise européenne que les institutions en place ont été incapables de gérer convenablement, et que les responsables de ces institutions ont eux-mêmes été incapables de refonder en profondeur, les Britanniques ont décidé, dans un choix en fait assez pragmatique, de quitter l'Union Européenne.

L'élection de Donald Trump ensuite, en novembre, dont les investisseurs sont encore, à ce stade, incapables d'anticiper toutes les conséquences.

D'un point de vue économique, l'année 2016 a été encourageante, et les marchés financiers, seulement en fin d'année certes, ont salué ces résultats encourageants.

Attention cependant, des problèmes importants, notamment au sein de l'Union Européenne et de la zone euro, sont loin d'être réglés. A commencer par le sujet de la Grèce, qui traîne depuis plus de cinq ans.

**4 janvier 2016** Ce début d'année 2016 ne commence pas bien : l'indice eurostoxx 50 abandonne 3.14% sur la première journée. Il faut dire que beaucoup des mauvaises nouvelles s'accumulent en peu de temps. D'une part, des indicateurs d'activité de la Chine sont sortis à des niveaux trop faibles, faisant violemment plonger les bourses asiatiques. D'autre part, de vives tensions éclatent à nouveau au Moyen-Orient entre l'Arabie Saoudite et l'Iran. Enfin, les statistiques économiques américaines déçoivent.

Je note d'ailleurs qu'en ce début d'année, les stratégestes, économistes, sont un peu perdus, ou manquent de clarté. Ils ne verront aucun des développements de l'année 2016 dans leurs prévisions de début d'année. Sont-ils choqués ou influencés par un contexte géopolitique particulièrement tendu à la suite des attentats en France ? Sont-ils lassés, comme les investisseurs, des éternelles crises grecques à répétition au sein de la zone euro ? Fatigués par deux ans de crise des matières premières d'une violence inouïe ?

**6 janvier 2016** Les Minutes de la réunion de la Fed du 16 décembre 2015 révèlent que la hausse des taux annoncée le 16 décembre n'a tenu qu'à un fil. Un certain nombre de membres a en effet estimé que des risques importants pesaient encore sur le niveau de l'inflation. Ces dissensions, qui ne sont pas profondes, sont de nature à rassurer les marchés sur le fait que la Fed sera très graduelle dans son mouvement de hausse à venir, et particulièrement attentive aux statistiques économiques.

D'autres mauvaises nouvelles viennent encore alourdir un climat déjà négatif : la Banque Mondiale estime qu'il n'y a pas grand-chose à attendre de la croissance en 2016, la décélération de la croissance chinoise se poursuivant, et ni le Brésil, ni la Russie ne montrant de signe de reprise. La banque Bank of America Merrill Lynch estime quant à elle que les chiffres du fret ferroviaire aux Etats-Unis, en baisse prononcée sur un an, sont un signal de récession à venir aux Etats-Unis. Dans les deux cas, ces anticipations s'avéreront inexactes.

**12 janvier 2016** Les résultats d'Alcoa viennent directement contredire les prévisions pessimistes des économistes et stratégestes sur la croissance mondiale. Le marché de l'aluminium devrait être en déficit prononcé en 2016 à cause d'une demande en hausse de 6% au niveau mondial, et de 8% en provenance de Chine. Cela ne peut être le cas sans une croissance mondiale soutenue. Alcoa anticipe une hausse de la demande de 8 à 9% dans l'aérospatiale, de 4 à 6% dans la construction, de 1 à 4% dans l'automobile et de 1 à 3% dans l'emballage.

**22 janvier 2016** Au forum mondial de Davos, Mario Draghi estime que les mouvements de court terme de baisse des marchés actions sont « des vibrations, des circonvolutions ». Il estime par ailleurs que « la BCE a tous les instruments nécessaires pour agir, et, surtout, la détermination et la volonté du Conseil des Gouverneurs d'agir et de déployer ces instruments ».

**1<sup>er</sup> février 2016** A la suite de récentes statistiques américaines décevantes, ainsi que les chiffres des exportations allemandes vers la Chine au plus bas depuis la crise asiatique de 1997, de nouvelles statistiques chinoises viennent ébranler les marchés : les indicateurs PMI manufacturiers et non manufacturiers tombent au plus bas depuis trois ans.

**4 février 2016** Ben van Beurden, le Président de Shell, estime, à la suite du Président de BP Bob Dudley quelques jours auparavant, que le marché du pétrole devrait se stabiliser et que la baisse récente est excessive, car l'équation entre l'offre et la demande est en train de se résorber.

**10 février 2016** Devant le Congrès, Janet Yellen estime que les mauvais signaux pour l'économie américaine s'accumulent, et que dans ces conditions une nouvelle hausse de ses taux directeurs au mois de mars est totalement exclue.

**11 février 2016** Depuis le début de l'année 2016, l'indice des actions européennes Eurostoxx 50 abandonne 18%, l'indice américain S&P 500 abandonne lui près de 11%. La baisse du marché a été

particulièrement rapide et violente, notamment au sein des secteurs les plus cycliques, très fortement impactés. Ce niveau du 11 février 2016 sera en fait le plus bas de l'année, et il sera le point de départ à une reprise particulièrement puissante des valeurs cycliques.

**15 février 2016** Au Parlement européen à Bruxelles, Mario Draghi adresse un message très intéressant sur l'attention nouvelle portée par la BCE au mécanisme de transmission de la politique monétaire. Autrement dit, il veut savoir si le mécanisme habituel de transmission de la liquidité aux entreprises et aux ménages via les banques fonctionne correctement. Si cela n'était pas le cas, il faudrait alors agir différemment.

**18 février 2016** Compte tenu des turbulences de marché et de la faiblesse des pays émergents, les risques pour l'économie européenne ont significativement augmenté, estime Mario Draghi. La BCE se tient donc prête à agir en mars, en intensifiant à nouveau son programme d'assouplissement quantitatif. Détail de grande importance : l'ensemble des membres du conseil sont d'accord. Il y a donc unanimité. Il faut dire que le niveau de l'inflation est en-deçà de 2% depuis plus de trois ans à présent, ce qui signe l'échec, à ce stade, de la politique monétaire de la BCE.

**10 mars 2016** La BCE annonce une nouvelle baisse de ses taux directeurs, et en particulier une nouvelle baisse de 10 points de base à -0.40% de son taux de dépôt des réserves excédentaires.

De plus, les mesures suivantes sont annoncées :

- Le programme d'assouplissement quantitatif est augmenté à 80 milliards d'euros mensuels à compter du mois d'avril.
- Des obligations privées vont pouvoir être acquises par la banque centrale, ce qui constitue une vraie révolution dans son fonctionnement, et qui répond à la question posée le 15 février au Parlement européen, sur la transmission de la politique monétaire via les banques commerciales.
- Une nouvelle série d'opérations TLTRO « Targeted Longer-Term Refinancing Operations » à 4 ans sera lancée à compter du mois de juillet 2016.

**16 mars 2016** La Fed annonce qu'elle procédera à deux hausses de taux d'intérêt en 2016 contre quatre hausses initialement prévues.

**17 mai 2016** Dans une interview avec le Financial Times, le Président de la Fed d'Atlanta Dennis Lockhart fait prendre conscience au marché de manière très claire que oui, la situation économique des Etats-Unis est très encourageante, qu'il y a une place pour un scénario de marché assez positif qui verrait l'inflation rebondir significativement. Il estime que le marché « sous-estime le degré d'ouverture » de la Fed, c'est à dire qu'il exclut toute hausse des taux supplémentaire au mois de juin.

**19 mai 2016** Dans son rapport mensuel, l'Agence Internationale de l'Energie estime que la demande de pétrole s'accroît en Inde, en Chine et en Russie. La consommation de pétrole devient orientée à la hausse, et la demande « croit fortement sur tous les marchés clés. ». Alors qu'il avait été anticipé un an auparavant que la demande serait pour 2016, aux Etats-Unis, inférieure à 9 millions de baril par jour, il est à présent prévu pour 2016 une demande de 9.31 millions de baril par jour, un record pour le pays. L'Inde devient, devant la Chine, le marché le plus dynamique. La demande de 4 millions de baril par jour va dépasser celle du Japon et devenir la troisième zone de demande mondiale, après les Etats-Unis et la Chine. En Inde, l'activité manufacturière va représenter 25% du PIB contre 15% en 2016, en partie grâce à un ambitieux programme de relance économique, incluant notamment un programme gouvernemental de construction de d'infrastructures, notamment des routes.

**8 juin 2016** La BCE commence son programme d'achat en direct d'obligations, notamment privées. Le taux allemand à 10 ans atteint le niveau plancher de 0.04%.

**9 juin 2016** Au Forum économique de Bruxelles, Mario Draghi estime que l'Europe souffre toujours d'une trop faible productivité et d'une croissance anémique. Mario Draghi répète que la politique monétaire seule ne peut résoudre tous les problèmes de la zone. Il insiste sur trois axes d'amélioration :

- La consolidation du marché unique européen.
- Des réformes de fonctionnement visant à permettre aux petites sociétés de grossir plus vite.
- Renforcer les efforts en faveur de l'éducation.

Ce n'est pas la première fois en dix ans que la BCE exprime l'idée que sa seule politique monétaire ne suffira pas à sortir l'Union Européenne de ses difficultés. Hélas, le discours a été peu entendu, c'est le moins que l'on puisse dire. Et celui-là comme les autres ne sera que peu entendu, ou plutôt écouté, par les responsables politiques. Pragmatiques, d'ici quelques jours, les Anglais vont porter le premier coup à cette construction qui n'aura pas su tellement bien gérer la crise entamée en 2008.

**14 juin 2016** Le taux d'intérêt allemand à 10 ans passe négatif, ce qui porte à environ 10.000 milliards le gisement d'obligations qu'il faut payer pour acquérir.

**16 juin 2016** Le taux d'intérêt à 30 ans suisse passe négatif.

**20 juin 2016** Le contrôle des capitaux imposés aux Grecs en juin 2015 pour quelques jours seulement, et qui leur autorise à ne retirer aux guichets des banques que 420 euros par semaine pourrait prendre fin à la fin de l'année 2016, selon le Louka Katseli, le Président de l'association des banques grecques.

**24 juin 2016** A 52% POUR et 48% CONTRE, soit une nette majorité, le Royaume-Uni vote en faveur du Brexit. David Cameron démissionne. L'article 50 du traité de Lisbonne devra être activé par le prochain Premier Ministre, ouvrant alors la voie aux négociations de sortie qui pourraient prendre au moins deux ans. Le sujet est particulièrement complexe, l'expression-même de « Brexit » ne signifiant pas grand-chose, ou plutôt plusieurs choses. Il existe en effet au moins cinq « styles » de Brexit : style Norvège, style Turquie, style accords de libre-échange, style Suisse bilatéral, style Brexit complet, sur au moins dix sujets clés : commerce, immigration, finances publiques, PAC, qui obéissent à des règles complexes, et à des exceptions aux règles qui sont encore plus complexes... Dans tous les cas, le calendrier nous amène, au mieux, à 2025.

**4 juillet 2016** A la suite du vote anglais, on peut parler d'une confusion totale sur ce sujet. Pour être clair, personne ne comprend grand-chose. Il semble en revanche que des premières victimes apparaissent, qui sont les banques italiennes. En effet, l'impact du Brexit sur la croissance européenne pourrait être fatale aux établissements italiens déjà largement sous-capitalisés, d'au moins 40 milliards d'euros, selon des calculs plus ou moins précis. Selon les nouvelles règles européennes dites de « *bail-in* » entrées en vigueur en janvier 2016 à la suite du sauvetage de Chypre en 2013, l'argent public ne peut être utilisé pour prendre une participation au capital tant qu'au moins 8% du passif n'a pas été comblé par des fonds privés. Le problème étant que les créanciers sont, à hauteur de 250 milliards d'euros, des épargnants individuels également électeurs. Au motif que le contexte était rendu particulièrement tendu et exceptionnel par le Brexit, Matteo Renzi a essayé de convaincre, en vain, ses partenaires européens de renflouer les banques italiennes avec 40 milliards de fonds publics.

**13 juillet 2016** Selon l'Agence Internationale de l'Energie, l'équilibre sur le marché pétrolier est en train de se « transformer de manière extraordinaire », en passant d'un surplus d'offre à un équilibre L'Agence précise néanmoins que le niveau des stocks encore élevé constitue une limite forte à toute hausse importante des cours.

**26 août 2016** A Jackson Hole, Janet Yellen estime qu'à long terme, les taux directeurs de la Fed s'établiront à présent autour de 3.0%, contre un niveau moyen de 7.0% entre 1965 et 2000.

**13 septembre 2016** L'Agence Internationale de l'Energie fait un peu machine arrière sur le sujet de l'accroissement de la demande de pétrole pour l'année 2016. L'agence estime que les investisseurs vont devoir attendre « un peu plus longtemps » pour que le marché s'équilibre.

**29 septembre 2016** Accord surprise au sein de l'OPEP en faveur d'une réduction de l'offre de pétrole, le premier accord depuis 2008. Sur une production de 33.2 millions de barils par jour, le chiffre de 200 à 700 mille barils est certes faible. Mais ce n'est pas tellement la question. L'accord revêt, sur le principe, une importance considérable.

**10 octobre 2016** Vladimir Poutine annonce que la Russie, qui n'est pas membre de l'OPEP, est prête à participer à un accord de réduction de l'offre.

**8 novembre 2016** Donald Trump est élu quarante-cinquième Président des Etats-Unis. Les marchés financiers européens ouvrent en baisse de 5%, et il finit en hausse de 5%. Les secteurs les plus cycliques tirent les marchés à la hausse, et ce mouvement n'en est alors qu'à ses débuts.

**8 décembre 2016** La BCE annonce qu'elle va procéder à une réduction de ses achats d'actifs de 80 à 60 milliards de dollars par mois, mais que le programme sera prolongé de neuf mois, jusqu'à la fin de l'année 2017. L'institution estime que le risque de déflation a à présent « clairement disparu », mais qu'à 1.7% en 2019, le niveau de l'inflation demeure trop faible.

**12 décembre 2016** A la suite de l'OPEP, les pays exportateurs de pétroles non membres de l'organisation annoncent leur premier accord depuis 2001, visant à réduire leur production de 558.000 barils par jour. C'est un peu moins que les 600.000 barils réclamés par l'OPEP, mais cela est déjà considéré comme satisfaisant.

**14 décembre 2016** La Fed procède à une nouvelle hausse de son taux directeur de 25 points de base, de 0.50% à 0.75%. Elle évoque « un marché de travail robuste et une économie solide ».

---

# Dix ans d'actualité des marchés financiers

## *Conclusion*

---

Version 0.0

Ces dix années furent, de façon quasi ininterrompue, des années de crise. Une même crise et ses divers chapitres, plus ou moins intenses. Aux Etats-Unis d'abord, puis en Europe, et finalement dans le monde entier. Crise américaine des *subprimes* dans le seul domaine de l'immobilier étendue à une crise des acteurs privés dans tous les secteurs, crise de l'endettement des Etats venus à leur secours, crise géopolitique du Printemps arabe, crise de gouvernance de l'Union Européenne, crise grecque elle-même avec plusieurs chapitres, qui n'est toujours pas achevée en février 2017, au moment de rédiger ces lignes.

Il y a quelques jours, le 10 février 2017, Daniel Tarullo, l'un des gouverneurs de la Réserve Fédérale américaine pendant huit ans, a annoncé qu'il démissionnait. Il avait été l'un des principaux artisans de la mise en place de la régulation dans le secteur financier après la crise de 2008. Il a démissionné quelques jours seulement après que Donald Trump n'annonce, le 3 février, une remise à plat complète de la régulation Dodd Frank mise en place en 2010, précisément après la crise initiale, celle des *subprimes*. J'ai alors eu le sentiment que, jusqu'à la prochaine crise, la boucle était bouclée. Et puis, avec un peu de recul, que représentent ces crises aux Etats-Unis, qui font tanguer les marchés sur le coup ? Elles s'oublient vite. Après tout, l'indice Standard&Poor's 500, qui valait 200 points en 1986, en vaut finalement dix fois plus à la fin de l'année 2006. Sur les graphiques de très long terme, on ne voit même plus les baisses de 1987 et 1990.

Au cours de ces dix dernières années, le pouvoir américain aura tout fait, sans tabous ni concessions, pour enrichir les Américains. Pour faire remonter le prix de l'immobilier, pour faire remonter le prix des voitures, pour faire remonter l'inflation, pour faire remonter les salaires. Avec pragmatisme et l'efficacité d'un rouleau compresseur, il y est arrivé. Tout investisseur qui aura tenté de s'y opposer en aura été pour ses frais.

L'Europe sort ébréchée et plus divisée que jamais de ces dix années de crise. D'ailleurs, la Grande-Bretagne a finalement claqué la porte. Une décision, avec du recul, qui était tout simplement inéluctable et assez logique de la part d'un pays qui n'était pas lié par la monnaie au reste de la zone.

Allemands et Hollandais en tête, suivis par quelques pays nouvellement intégrés à la zone euro, bref, l'Europe dite « du Nord », n'aura eu de cesse depuis l'année 2008 de s'opposer à toute politique monétaire expansionniste ainsi qu'à toute décision visant à faciliter, de quelque façon que ce soit, la

situation des pays les plus en difficultés qui composent l'Europe « du Sud ». Pour faire payer à la Grèce le prix cher, l'Allemagne aura poussé, dès l'année 2010, à lui prêter à un taux et dans des conditions inapplicables. Pour tenter de « responsabiliser », de son point de vue, le système financier, et au passage tenter de confisquer leur fortune aux oligarques russes, l'Allemagne et ses alliés du Nord saisiront le prétexte du sauvetage de Chypre en 2013 pour généraliser des règles de *bail-in* inapplicables, comme le prouvera le cas de l'Italie moins de trois ans plus tard. Du côté des Etats en difficultés, les efforts consentis auront été guidés plus par les susceptibilités et idéologies locales que par un pragmatisme visant à sortir de la crise. La France n'a pas pris de participation au capital des banques, par principe. Elle eut pu, comme le Trésor américain, gagner des sommes colossales. Elle n'a pas réformé en profondeur son marché du travail, par crainte de mouvements sociaux. L'Italie n'a toujours pas réglé son problème bancaire, qui traîne encore et encore. Mi-février 2017, au moment de rédiger ces lignes, aucune nouvelle de Banca Monte dei Paschi, suspendue de cotation depuis fin 2016. Aucune nouvelle du fonds Atlante, censé permettre une recapitalisation des banques. Ces pays et la zone euro dans son ensemble ont été rappelés à l'ordre maintes et maintes fois par la BCE, et encore dernièrement en 2016 : Mario Draghi a fermement répété que la seule politique monétaire ne pouvait résoudre toutes les difficultés budgétaires des Etats. Il a appelé, ou plutôt rappelé pour la n-ième fois, qu'une plus grande cohérence fiscale, économique, était nécessaire au sein de la zone euro. Il faut dire que les intérêts et les trajets choisis par les uns et les autres sont franchement divergents : la dette publique de l'Allemagne est passée de 83% à la fin de l'année 2010, à 69% à la fin de l'année 2016. Sur la même période, la dette publique de la France est passée de 82% à 97%.

La zone euro, deuxième conclusion, demeure une zone d'instabilité, imparfaitement construite, toujours pas achevée, d'où peut survenir, à tout moment, une nouvelle crise.

La troisième conclusion, à la relecture de ces pages, c'est que les marchés sont finalement assez efficaces, et qu'ils finissent, avec retard certes, par intégrer toutes les nouvelles dans la formation du prix des actifs, sans en oublier une seule. Autrement dit, sur les marchés, tout ce qui doit arriver finit par arriver. La crise de 2008 venait de très loin, il y avait presque toute l'année 2007 pour s'y préparer. La crise des matières premières de 2014 et 2015 était le résultat d'une décélération observée depuis des mois de

l'économie chinoise, ainsi que d'une volonté sans faille des Etats et des banques centrales de faire baisser les cours du pétrole et des matières premières agricoles. Elles le répétèrent pendant des années et agirent en ce sens, notamment aux Etats-Unis, où la production alternative de pétrole explosait. La crise de 2010 et 2011 en zone euro reposait sur une opportunité d'arbitrage très rapidement détectée et qui n'a pris fin qu'en 2012 lorsque la BCE a enfin pu jouer son rôle de prêteur ultime. La réaction des marchés est toujours plus lente, plus complexe que ce que les investisseurs souhaiteraient, mais elle finit par se matérialiser avec une certaine justesse. Sans doute faut-il travailler les marchés avec davantage de recul, en réfléchissant particulièrement aux causalités et conséquences entre les événements. Mais je me garderais bien de tout conseil.

L'objet de ce document est de témoigner que l'impossible s'est produit au cours de ces dix dernières années, et qu'il va sûrement se reproduire. Il est surtout destiné aux étudiants en finance, aux plus jeunes. Qu'ils étudient la théorie et la technique avec acharnement et passion. Mais qu'ils sachent que les investisseurs sont partis chaque week-end entre 2010 et 2012 en se demandant quel pays, européen notamment, allait faire faillite. Qu'ils sachent, s'ils apprennent encore le contraire dans les livres, que la notion de de taux sans risque n'existe plus, depuis 2010. Qu'ils se souviennent que des gens peuvent faire la queue à une banque quand la confiance dans cette banque s'est évaporée : en 2007 dans les rues de Londres, on a fait la queue aux guichets de l'une des plus grandes banques, Northern Rock. Qu'ils relativisent tous les propos qui leur sont tenus sur l'évolution des marchés. Qu'ils analysent scrupuleusement les conflits d'intérêt de ceux qui les prononcent.

En 2016, les actifs du plus gros fournisseur d'ETFs au monde, Vanguard, ont dépassé les 4.000 milliards de dollars. C'est l'avènement, dans la finance, des produits de grande distribution répliquant les indices, avec tous les risques systémiques que cela pose. Il reste toute la place, aux côtés de ces mastodontes, pour des artisans, des spécialistes des marchés et des situations les plus rentables. Pour des investisseurs attentifs qui connaissent l'histoire des marchés, qui la suivent et l'analysent scrupuleusement...

Version 0.0

Version 0.0