



L'or est-il toujours un refuge?

Valentine POMMIER

Ce texte ne conteste pas la réalité du refuge offert par l'or dans le passé (et éventuellement dans le présent et l'avenir^[1] dans des pays où la monnaie nationale est en rapide dégringolade) contre des aléas économiques et monétaires importants. Il vise un usage trop souvent intellectuellement toxique selon moi de cette notion de l'or comme refuge dans un discours très répandu sur les évolutions économiques dans les pays à monnaie forte. Il tente en premier lieu de répondre à ces deux questions:

. toutes les hausses du cours de l'or sont-elles dues à une crise?

. toute crise entraîne-t-elle une hausse du cours de l'or?

Il convient d'abord de distinguer différents types de crises économiques. Commençons par les crises les plus fréquentes, celles qui terminent les cycles économiques de type JUGLAR (voir Annexe E), donc de cycles de sept à onze ans présentant une phase d'expansion, une de crise et une de liquidation. Il convient naturellement d'adapter les observations de Clément JUGLAR à la situation actuelle, une différence essentielle étant que les liquidations des crises du XIX^e siècle s'effectuaient en or et/ou argent (selon les pays et le moment) et que maintenant elles s'effectuent en numéraires numériques (dollar, euro, yen etc.), ce qui entraîne une suite de conséquences sur les cours des métaux précieux.

(Pour éviter un malentendu trop vite arrivé, notons que, si les premiers économistes les plus connus à affirmer l'existence d'un cycle économique récurrent d'une durée d'environ neuf ans sont SISMONDI, MARX et KEYNES, tous les tenants de ce « cycle JUGLAR » ne sont pas forcément marxistes, keynésiens ou... racistes et colonialistes comme SISMONDI.^[2] JUGLAR était un « libéral » catholique qui considérait les crises économiques comme un mal incurable, mais non mortel et même nécessaire, de la société industrielle dont on pouvait tenter d'« adoucir » les conséquences, mais auquel il fallait « s'habituer »; toutefois, son apport décisif réside surtout dans sa méthode d'observation des faits et sa collecte factuelle de corrélations sur le long terme à laquelle je me réfère...)

CRISES DE FIN DE CYCLE ÉCONOMIQUE

Prenons l'exemple de la période 2000-'11. Du point de vue des grandes banques centrales, cette période est caractérisée par un grave danger non d'inflation mais de déflation. Certains économistes évoquent même une possible *japanification* de l'économie mondiale, agitant le spectre des difficultés de l'économie japonaise dans les trois dernières décennies. Or, quoique l'or soit connu comme un refuge contre l'inflation et non son inverse,^[3] il « flambe » en 2007-'08 et en 2011. Quelle explication peut-on donner de cette hausse aussi forte que contre-intuitive? Voici celle de la Wikipedia en français (le soulignement est mien):

■
Crises de fin de cycle
économique
1

Crises économiques
à causes non
économiques et
crises mixtes
13

La crise actuelle
13

Conclusions
19

Tableaux
20

Annexes
28

Notes
52

« Malgré les différentes tentatives faites par les États pour décourager la thésaurisation de l'or, et son absence de rendement par rapport à la majeure partie des autres formes de placements, l'or a conservé son rôle de réserve de précaution. Après une longue période de dépréciation, le prix de l'or en lingot ou en pièce n'a cessé de remonter. Le cours du lingot d'or à Paris a doublé entre janvier 1999 et septembre 2007 [...]. Il a très fortement augmenté au début de l'année 2008 avant de se replier quelque peu.

L'or [...] est coté en once (troy ounce) [...] et en dollars américains. Début 2004, le cours s'élevait à environ 400\$ [...] contre 300\$ en 2001, 600\$ en 2005. La crise monétaire et bancaire qui s'étend depuis septembre 2007 n'a fait qu'accélérer le mouvement. L'once frôle les 1000 dollars [...] au début de l'année 2008 et à nouveau au début de l'année 2009. Les énormes plans de relance laissent craindre une inflation dévastatrice.

En juillet 2011, la crise de la dette dans la zone euro (dette de la Grèce, mais aussi Portugal, Espagne ...), et aussi celle des États-Unis, a été l'occasion pour les investisseurs et épargnants de prendre conscience de ce problème de surendettement, et de s'interroger sur un relatif manque de contrepartie à la monnaie en circulation : franchissant un record de nombre de séances de hausse consécutives, l'once est montée le 18 juillet 2011 à plus de 1600\$; le 22 août suivant, l'once franchit 1900\$ sur le Globex. »[4]

Ce passage entremêle le factuel et l'interprétatif, le factuel y étant incomplet et l'interprétatif contestable. Comparons le factuel avec les dates et les chiffres du Tableau 1 (ci-après en page 20) qui replace les cours de l'or dans le contexte de ceux des autres métaux ainsi que ceux du pétrole et du taux d'intérêt à 30 ans aux États-Unis. La situation apparaît tout de suite plus complexe.

1) Entre 1999 et mi-2008, les cours de la plupart des métaux industriels ont grimpé beaucoup plus que celui de l'or quoiqu'ils ne soient pas considérés comme des refuges contre les crises ; de même pour le pétrole etc. ; en fait, toutes ces matières premières bénéficient alors d'une phase de croissance économique (en particulier en Chine) et de la grande bulle financière qui culmine entre juillet 2007 et juin 2008. Dans cette phase d'inflation légère des produits de consommation et des services, beaucoup de prix s'envolent pour des objets qui ne sont utiles que comme supports à la spéculation, comme les bouteilles rarissimes d'un vieux whiskey de grande marque qui n'avait pas été produit pour être bu ; et l'or fait partie de ce « happening spéculatif », car maints particuliers (en particulier en Chine) ont gagné en pouvoir d'achat.[5] Ce ne serait un signe de crise que si les marchés préoyaient l'« après fête », mais seuls certains investisseurs le font, non « les marchés », n'en déplaise au discours dominant sur « l'anticipation par les marchés ».[6]

2) Entre juillet 2008 et mars 2009, le cours de l'or se replie de 32%, celui de l'argent de 55% ! Et celui du platine de 64% ! L'expression « quelque peu » de l'article de la Wikipedia masque donc un phénomène gênant pour le cliché sur les métaux précieux comme valeurs refuges. En fait, les cours de toutes les matières premières les plus courantes ont alors dégringolé en quelques mois – par exemple le cours du Brent plonge de 78%... Certes, l'or recule moins que les autres, mais le doit-il à sa prétendue valeur intrinsèque stable ou à sa moindre utilisation industrielle ? ou à la stratégie de dé-dollarisation de la Russie et de la Chine impliquant des achats massifs d'or par leurs banques centrales ?

3) Entre mars 2009 et mai 2015, les cours des matières premières, métaux précieux inclus, remontent, bénéficiant de la nouvelle grande bulle financière et de la reprise économique.

4) Quand, en 2015, cette reprise économique paraît chanceler, tous les cours mentionnés ci-dessus replongent...

5) Au 2 janvier 2020, le cours de l'or n'est que 1521\$ (-20% depuis le record de septembre 2011) alors qu'entretemps les montagnes de dettes, aux États-Unis et mondialement, n'ont fait que s'élever. Dès lors, la crise des dettes des années 1999-2011 ne peut être vue comme la raison de la hausse du cours de l'or, ou du moins pas comme la raison principale... La période 1998-2016 (entre deux années où le cours de l'or est au plus bas) connaît une forte hausse à peu près continue des dettes mondiales (secteurs publics plus privés), mais le cours de l'or n'y a été multiplié que par 4,1 – soit l'équivalent d'une hausse annuelle moyenne cumulée de 8%, ce qui ressemble moins à un signe de crise qu'à un rattrapage du marasme des cinq décennies précédentes (dû en grande partie aux accords de Bretton Woods puis à d'importantes ventes d'or par les banques centrales occidentales[7]).

Dans la même période, le cours de l'argent n'a été multiplié que par 3,5 alors que celui du plomb l'a été par 4,3 et celui du zinc par 10,3. Donc, si l'or et l'argent seraient un refuge pour certains investisseurs, c'est plus pour leur commodité d'usage le cas échéant (ou une pratique dictée par la tradition), qu'en raison de l'évolution réelle de leur valeur.

6) Revenons à la période cruciale 2008-'09. Selon la citation de la Wikipedia ci-dessus, la hausse de l'or en mars 2008 serait due à la crainte d'une « inflation dévastatrice ». Si une telle crainte avait existé, le taux d'intérêt des obligations américaines à 30 ans (taux le plus déterminé par le marché plutôt que par la Fed) aurait grimpé. Or, de juin 2007 à décembre 2008, il dégringole (de 5,20% à 2,87%)[8], ce qui signifie que « le marché » considère les obligations à long terme comme un bon refuge et qu'il n'éprouve aucune crainte d'« inflation dévastatrice »!

Et pendant cette période d'euphorie obligataire, entre mars et octobre 2008, l'or baisse de 32%, alors que s'il était bien le prétendu refuge, c'est à ce moment qu'il aurait dû « flamber »! Or, de mars à mai, la Fed se porte à la rescousse de Bear Stearns et organise son achat par JPMorgan Chase... *L'or baisse...* En juin-juillet, les problèmes de deux fonds de placement de Bear Stearns font surface... *L'or baisse...* Le 15 juin, le géant de l'assurance AIG s'avère au bord de la faillite... *L'or baisse...* Le 6 septembre, Freddy Mac et Fanny Mae passent sous contrôle fédéral... *L'or baisse...* Le 14 septembre, Merrill Lynch doit fusionner avec Bank of America... *L'or baisse...* Le 15 septembre, Lehman Brothers fait faillite... *L'or baisse...* Le 17 septembre, la Fed sauve AIG de la faillite... *L'or baisse...* Le 20 septembre, l'administration américaine dresse le Plan Paulson... *L'or baisse...* Le 21 septembre, Goldman Sachs et Morgan Stanley appellent la Fed à l'aide... *L'or baisse...* Les 25 et 26 du même mois, plusieurs économistes (alarmistes récidivistes) sonnent l'alarme contre le Plan Paulson qui ne mènerait qu'à l'hyperinflation[9]... *L'or baisse...* Le 29 septembre, le Congrès américain rejette le projet d'Emergency Economic Stabilization Act prévoyant 500 milliards d'aide... *L'or baisse...* Le 3 octobre, Le Congrès américain vote l'Emergency Economic Stabilization Act avec 700 milliards à la clé... *L'or baisse...* Le 8 octobre, la Grande-Bretagne adopte un plan de sauvetage... *Et l'or baisse encore...* Donc, le second semestre de 2008, c'est la Bérézina pour la théorie de l'or comme refuge lors de toute crise économique ou monétaire. Et la Wikipedia fait disparaître cette débâcle théorique en remplaçant « le cours du lingot d'or baisse de 32% » par « il se replie quelque peu ».[10]

C'est un cas intéressant à un autre titre. L'article de la Wikipedia expose sa vision du cours de l'or sans comparer son évolution avec celle des marchés des actions et des obligations. Cet

isolationnisme dans l'analyse des phénomènes économiques est une plaie largement répandue et totalement toxique que je nomme « isolo-analyse » ou « isolo-analyte » (par hésitation à y voir un processus idéologique ou une maladie du jugement).[11]

Il y a encore une autre conclusion à tirer. Les tenants de l'or comme refuge professent en général la théorie du marché parfait qui implique que les cours donnent des informations fiables sur l'état de l'économie et le sentiment des investisseurs. Et les partisans de la théorie économique « autrichienne » considéraient même souvent le marché obligataire comme plus sûr de ce point de vue que le marché des actions.[12] Pour eux, un taux d'intérêt des obligations états-uniennes à 30 ans descendu à 2,87% ne pouvait indiquer que la venue d'une période de forte déflation.[13] Or, leur obsession des dangers de toute augmentation de la masse monétaire supérieure à la croissance du produit intérieur brut a fait oublier à maints d'entre eux cette très forte indication : cet oubli du « marché » par ces « marchéistes » auto-proclamés les a conduit à des prophéties d'apocalypse ridicules.

Malheureusement, le mythe des métaux précieux comme refuge contre toute crise est très répandu hors de la mouvance « autrichienne ». Ainsi, dans son article dans *Le Monde* du 21 mars 2020 intitulé « Le cuivre est laminé par le coronavirus », Laurence GIRARD succombe au cliché :

« ... la volatilité est extrême. L'or illustre bien cette fièvre des investisseurs. Après une hausse portée par son statut de valeur refuge, le métal précieux a vu son cours se replier, certains étant contraints de vendre pour faire face à leur situation financière. »

Donc :

1) l'or serait une valeur refuge qui ne protège pas quand la volatilité[14] est extrême – comme presque à chaque crise, c'est la même chose, il s'agit vraiment de comique de répétition – surtout qu'il a commencé à baisser quand le CAC 40 ne baissait encore que de 23% (le 9 mars) et cela n'a encore rien d'une « volatilité extrême », juste celle d'une simple bonne correction. Concédons toutefois ceci : n'ayant commencé à plonger que le 9 mars alors que le CAC 40 était encore au plus haut le 2 mars (en cours de séance), l'or a protégé ses détenteurs pendant sept jours dont un weekend...;

2) comme bien d'autres choses sans aucune valeur de refuge reconnue, l'or se renchérisait depuis 2015 (le 23 novembre dans son cas) porté par la reprise économique et sans aucun rapport avec le coronavirus dont tous les marchés n'ont évalué l'impact qu'avec retard (les pronostiqueurs de l'IMF, de l'OCDE etc. n'ont pas fait mieux d'ailleurs);

3) la vente contrainte de certains investisseurs n'est sûrement pas la seule raison de la baisse de l'or, car les reventes importantes par des particuliers de bijoux à des joailliers peuvent s'expliquer tout autrement en temps de panique par pandémie...;

4) sans compter que l'argent est généralement associé à l'or dans le mythe de la valeur refuge des métaux précieux et qu'il était en baisse depuis le... 4 septembre 2019;

5) à la date de cet article de L. GIRARD, le meilleur refuge aura été le... cash.

Mais, pour cette autrice, il fallait absolument sauver ce bon petit soldat de cliché « or refuge », même si le sujet de l'article était le... cuivre![15]

Dans son article titré « L'or a retrouvé tout son lustre, pour le plus grand bonheur de ses thé-

sauriseurs» dans *Le Monde* du 11 janvier 2020 ([ici](#)), L. GIRARD écrivait déjà:

« 2020 a démarré en fanfare. Qu'on en juge: mardi 7 janvier, l'once d'or a tutoyé la barre des 1600 dollars. Un niveau que le métal précieux n'avait plus atteint depuis avril 2013. L'annonce de la mort du général iranien Ghassem Soleimani, exécuté par l'armée américaine, a donné corps au spectre d'une escalade des tensions entre l'Iran et les Etats-Unis. D'autant que l'Iran n'a pas manqué de riposter en attaquant des bases américaines en Irak. Le réflexe de l'or valeur refuge a fait craquer l'allumette et s'enflammer les cours. D'ailleurs, la volonté exprimée par les deux protagonistes, à l'issue de cette passe d'armes, de calmer le jeu, a immédiatement provoqué un reflux du cours de l'or. Vendredi 10 janvier, il se négociait autour des 1 550 dollars l'once » (je souligne).

Rétablissons les faits: la mort du général iranien a lieu le 2 janvier et le cours de l'or, qui était de \$1528 le 1^{er} janvier, monte le 7 janvier à \$1572 (cours « spot » de clôture selon le site [or.fr](#)) et à \$1583 le 8 janvier (fixing du matin à Londres, [ici](#)); ce cours, que l'auteur suggère un peu plus élevé, représente donc au maximum une hausse de 3,6% en quatre sessions boursières: cela justifie-t-il vraiment l'expression « enflammer les cours »? Comme d'autres préfèrent le « roman national » à l'histoire réelle, L. GIRARD rédige ici son « roman auriphile » dans un style qui pourrait la faire surnommer « la Maïa MAZAURETTE du lingotin » [mais SuperMaïa, elle, combat les clichés refuges – aucun con promis!].

Appréciez le paradoxe suivant. Le cours de l'or montant, *Le Monde* publie le 29 février 2020 un nouvel article de L. GIRARD sous le titre « Les soubresauts de la propagation du coronavirus suscitent la fièvre de l'or » ([ici](#)). Ledit cours ayant ensuite pris une beigne avec bien d'autres matières premières, *Le Monde* publie le 23 mars suivant un article sous le titre « Avec la crise du coronavirus, le cours du cacao plonge, l'or et le cuivre souffrent » ([ici](#)) qui contient une rengaine archi-connue: « La récente baisse de l'or a été « une énorme surprise », selon Joni TEVES, analyste pour UBS, le métal jaune étant généralement considéré comme une valeur refuge en période d'incertitudes. »

Donc, soit cet analyste et la journaliste qui le cite sans piper sont trop jeunes pour avoir connu la crise de 2008, soit ils sont déjà amnésiques! La plupart des économistes sont d'ailleurs toujours surpris par chaque crise quelque soit leur âge – de vrais « oublieurs » en série...

Déjà, en janvier 2019, *Le Monde* avait publié un article qui prétendait que l'or est un « actif décorrélié des marchés financiers » ([ici](#)) et qui contenait la citation ahurissante suivante d'un « consultant »: l'or « est négativement corrélé à tous les autres actifs financiers », ainsi que cette perle: « ... depuis 2008, ce métal demeure une réserve de valeur et un actif stratégique pour les banques centrales qui en achètent toujours » (je souligne) – la mention « depuis 2008 » est adorable vu le bouillon que l'or a pris cette année-là (moins en euro qu'en dollar, mais tout de même...) et le « toujours » est carrément faux pour les banques centrales occidentales (sauf à y inclure la banque centrale turque)... Combien de journalistes économiques au *Monde* vivent encore à l'ère RUEFF-DE GAULLE et sont « décorrélés » des marchés financiers actuels?

Donc, du 1^{er} janvier au 25 juin, *Le Monde* a publié quatre articles poussant à la roue haussière des métaux précieux (dont celui d'Agnès LAMBERT évoqué dans l'Annexe F) et, me semble-t-il aucun avec un son de cloche différent. Lors de la hausse précédente, en 2009-'12, *Le Monde* avait publié des articles partageant l'euphorie (voir [ici](#), [ici](#), [ici](#), [ici](#)), mais aussi d'autres signalant le rôle joué par la spéculation dans ce qui pouvait paraître une bulle sans avenir (voir [ici](#), [ici](#), [ici](#), [ici](#)). Donc, alors que *Le Monde*, ancien journal d'information de référence, se transforme peu à peu en magazine à large spectre, le nombre de points de vue diminue.

Revenons à l'« observation des faits » de JUGLAR. Il signalait que le début de la phase d'expansion était dû à la spéculation; les prix ayant été rendus très bas par la liquidation générale, les spéculateurs parient qu'ils ne peuvent plus que remonter lors de la « reprise des affaires »: à la fin d'une phase de liquidation,

« on voit se former une foule de sociétés et de banques, pour donner un débouché aux capitaux en quête de placements. Tout est bon pour la spéculation, et la crédulité publique dépasse tout ce qu'on pourrait imaginer. Il suffit qu'une valeur monte pour qu'on se jette dessus... » ([ici](#), p. 389-'90).

Ajoutons qu'il est logique que cette spéculation se porte d'abord sur ce qui va monter en premier dans le nouveau cycle économique: les cours des matières premières industrielles.

Par ailleurs, si les prix des métaux précieux reflétaient leurs valeurs comme refuge, ils évolueraient à peu près de concert. Or, il n'en est rien. Le palladium qui ne valait guère, vaut maintenant plus que l'or: cela tient clairement à son rôle dans les pots catalytiques pour les véhicules à consommation d'essence. Le platine a le même rôle pour les véhicules à moteur diesel, mais ceux-ci n'ont plus la cote, donc le cours du platine, qui avait monté au dessus de celui de l'or, en vaut maintenant moins de la moitié. Ce qui est fascinant, c'est l'évolution du ratio or/argent: de 1 pendant l'Égypte ancienne, il est monté à environ 13 pendant l'Antiquité gréco-romaine, est resté à ce niveau jusqu'au XIX^e siècle et est passé en 2020 au dessus de 100 malgré les multiples applications industrielles de l'argent – une illustration parfaite du mythe de la stabilité de la valeur intrinsèque des métaux précieux!

En ce qui concerne les autres proportions indiquées ci-dessous: l'avantage du palladium sur le platine fléchit sans doute par la montée de l'opposition aux véhicules à énergie fossile et par l'éventuel rôle à plus long terme du platine dans un secteur hydrogène en expansion qui a attiré plus l'attention récemment; et l'avantage du palladium sur l'or fléchit sans doute par la montée de l'opposition aux véhicules à énergie fossile et par l'énorme spéculation sur le secteur électronique.

Depuis la fin mars 2020, la spéculation d'un retour rapide à la croissance joue sur toutes les valeurs jusqu'au 20 mai:

	14 janv.-6 mars	16-23 mars	20 mai	21 mai	25 juin
palladium	2793	1598	2102 +32%	2015	1845
platine	1020	596	854+43%	841	805
or	1674	1467	1749+19%	1728	1763
argent	17,73	12,08	17,50+45%	17,10	17,90
cuivre	6307	4613	5437	5383	5925
NC*	6590	4609	6401	6339	6885
S&P 500	3388	2226	2971	2948	3085

* indice Nasdaq Computer des actions dans le secteur électronique ([ici](#))

palladium/platine	2,74	2,68	2,46	2,29
palladium/or	1,67	1,09	1,20	1,05
or/argent	94,4	121,4	99,9	98,5

Le petit tableau ci-dessus, dans lequel les cours mentionnés sont les « cours spot », indique une chute le 21 mai qui n'est pas énorme, mais qui est très instructive: c'est un jour où les mauvaises nouvelles s'amoncellent aux États-Unis. Le site Zero Hedge résume la journée boursière ainsi ([ici](#)) : « Another 2.4 million Americans added to the jobless rolls, China tensions soar, Leading Indicators were a disaster, Housing Data a shitshow, PMIs bounced but

remain historically bad.» Résultat: or et argent sont vendus dans un fort volume, ainsi que les «cryptos». Graphiques horaires à l'appui, Zero Hedge note aussi cette coïncidence temporelle: «Notably, the plunge in bullion and bitcoin coincided with the ugly PMI data and a jolt lower in Fed Rate expectations (back towards negative rentes) », un fait qui contredit formellement toute la rhétorique sur la hausse de l'or en raison de la baisse des taux d'intérêt, de l'angoisse de l'argent facile etc. etc. qui est la rhétorique habituelle du site Zero Hedge! Ce 21 mai 2020, les cours des métaux précieux baissent parce que la spéculation sur un retour rapide à la croissance économique prend une beigne. Si, contrairement au palladium et au platine, l'or repart à la hausse, c'est peut-être parce qu'il est utilisé dans certains composants électroniques et que la spéculation reprend sur le secteur technologique et surtout électronique (voir l'indice Nasdaq Computer ci-dessus): dans le petit tableau ci-dessus les cours dans la colonne de droite indiqués en vert gras sont les seuls à être au dessus des niveaux de l'hiver 2020, l'argent suivant à la traîne de l'or, entre autre à cause du ratio au dessus de 100 qui a fonctionné comme argument (irrationnel, mais la spéculation fait feu de tout mot...) pour une hausse de l'argent.

Il ne s'agit pas de nier que des particuliers et des investisseurs placent de l'argent dans les métaux précieux par croyance dans le mi-mythe de l'or-refuge. Par exemple, un article dans *Le Monde* du 10 janvier 2011 ([ici](#)) indiquait :

«La demande est soutenue, surtout de la part des investisseurs qui achètent de l'argent-métal par le biais de contrats appelés *exchange-traded funds* (ETF). Toujours selon RBS, les réserves d'argent détenues par les ETF ont été multipliées par quatre entre janvier 2007 et fin novembre 2010 pour atteindre près de 15 000 tonnes.»

Mais ces achats ne sont pas le facteur principal sur le cours. Preuve: l'argent baisse de 20,21\$ à 9,49\$ entre le 3 mars et le 17 novembre 2008, donc pendant la plus grande incertitude! [Oké, ce n'est pas vraiment une preuve, mais la période indiquée est telle qu'elle ne prouve rien non plus; il faudrait des données mensuelles pour pouvoir les interpréter. De plus, les ETF (OU FNB) ne sont pas achetés par les seuls investisseurs, mais aussi par les particuliers: pour ces derniers, c'est beaucoup plus facile et moins risqué à manier que des futures.]

Le même article ajoute:

«Les particuliers ne sont pas en reste, comme en témoigne l'envolée des ventes de Silver Eagles (pièce d'une once d'argent): l'hôtel des monnaies américain (us Mint) en a écoulé 34 millions en 2010, soit deux fois plus que la moyenne annuelle depuis la mise en circulation de cette pièce en 1986.»

Certes, mais 2010 c'est l'année où tout remonte! Mieux encore, un article dans *Le Monde* du 21 avril 2011 ([ici](#)) signale d'une part un nouveau record de l'or et d'autre part:

«La reprise mondiale est entamée. Intel ou IBM ont annoncé de solides bénéfices. Selon l'indice ISM, concernant l'industrie manufacturière américaine, la récente tendance à une «*croissance rapide*» s'est poursuivie en mars. Des études confirment l'expansion de la production manufacturière en Allemagne. Au premier trimestre, la croissance du produit intérieur brut (PIB) en Chine s'est établie à 9,7%.»

Comment être plus clair?

Pourtant, deux semaines après, un article dans le même quotidien ([ici](#)) se prend encore les pieds dans le tapis de l'or-refuge. Il annonce des baisses sur toutes les matières premières suite à de mauvaises nouvelles économiques:

« Sur la seule journée de jeudi, les cours du brut ont plongé de quelque 10 dollars (6,77 euros) à Londres comme à New York. Dans le même temps, les prix du cuivre et de l'aluminium chutaient de 5% et l'étain dévissait de 7%.

Quelques jours plus tôt, les métaux précieux avaient donné le ton : dès lundi, l'argent a vu son attractivité diminuer brutalement, avec une chute de 12% du cours en l'espace de quelques minutes. Le prix de l'argent, qui avait doublé en l'espace de six mois, a perdu plus de 30% sur l'ensemble de la semaine, tombant non loin de 33 dollars l'once vendredi 6 mai, six jours après avoir tutoyé un sommet historique, à 50 dollars. [] L'annonce par les médias financiers que le milliardaire américain George Soros lui-même, investisseur avisé, liquidait ses positions longues sur l'or n'a guère contribué à rassurer les opérateurs. Ceux-ci sont partagés entre le scénario d'un « super-cycle » – qui verrait les prix des matières premières grimper de manière continue grâce à la reprise économique occidentale et l'appétit robuste de la Chine – et l'éventualité d'une bulle sur le point d'éclater. »

Voilà qui est aussi clair que l'article précédent, mais l'auteur se garde bien d'indiquer le pourcentage de la baisse du cours de l'or qui vient d'avoir lieu (soit 6% comme les métaux industriels indiqués), et ajoute le sous-titre (« L'or, toujours valeur refuge ») et le texte : « Cependant, l'or devrait rester protégé par son statut de valeur refuge face aux menaces inflationnistes. » Certes, l'or montera encore dans les mois suivants, mais du 6 mai 2011 (jour de cet article) au 2 décembre 2015, l'or baissera encore de 29%. *Errare humanum est, perseverare metallicum?*

En juin 2012, les métaux précieux se replient. Un article dans *Le Monde* du 11 juin ([ici](#)) tente sous un titre iconoclaste (« Les métaux précieux se déprécient aussi ») d'en expliquer les raisons. Le sous-titre est savoureux : « « Le marché est schizophrène », soupirent les économistes ». Le discours dominant « des économistes » ne nous rabâche-t-il pas que « le marché est parfait » ? Pas de panique : dans l'article, « les économistes » se réduit à un « gérant actions chez Axa IM » qui affirme :

« Le marché est très schizophrène [] Si le marché pense qu'on va trouver des solutions à la crise économique et financière, l'or baisse. Si le marché apprend, comme la semaine dernière, la baisse de l'emploi américain et le possible recul de la consommation qu'il annonce, l'or monte »... (soulignement mien)

alors qu'il a baissé. D'ailleurs, la solution standard aux crises est l'injection de liquidités dans les circuits financiers, ce qui fait monter l'or, et une consommation en baisse entraîne de la déflation, ce qui fait baisser l'or. Le schizophrène est-il le marché, ou celui qui pense que « le marché pense » ? D'autant que, écartelés entre les faits et la théorie dominante d'un marché parfait, « les économistes » ont de quoi devenir schizophrènes !

Pourtant, les replis importants des valeurs refuges censées stables entraînent des avancées journalistiques intéressantes. Un article publié par *Le Monde* le 28 septembre 2011 et mis à jour le 13 mars 2012 ([ici](#)) clame : « L'or n'est plus une valeur refuge ». Un analyste consulté sur les raisons d'« une baisse de 15% en quatre jours, et de près de 20% depuis le début du mois », indique : « les prix sont tellement gonflés qu'ils ne sont plus viables, donc ça s'effondre. » On croirait lire un texte de JUGLAR ! Un autre analyste confie au *Monde* des détails... précieux :

« Une dynamique alimentée par le « *flight to quality* » des investisseurs qui, devant l'incertitude des marchés, se tournent vers des dettes sûres, comme les bons du Trésor américains et allemands []. D'où la montée du dollar et la désaffection des investisseurs pour l'or. Le deuxième grand facteur influent sur la baisse du cours de

l'or est la demande des chambres de compensation de davantage de garanties devant la volatilité des marchés. *« Par exemple, aujourd'hui, il faut assurer environ 3 000 euros de couverture pour un contrat qui en vaut 30 000 euros au CAC 40 »*, poursuit Philippe de Vandière. Face à ce besoin de liquidités, les investisseurs vendent leur or pour des devises. *« C'est un phénomène de vases communicants »*, résume l'analyste. »

Rien à voir donc avec des pratiques du genre « bas de laine ». Les cours sont dictés par les rotations des placements des spéculateurs.

27 juin 2020 – miracle! Laurence GIRARD publie un article dans *Le Monde* dont le titre donne le ton: « L'or brille à nouveau de mille feux aux yeux des spéculateurs » ([ici](#)):

« ... le souffle de la spéculation échauffe son cours boursier. [] les multiples tensions géopolitiques agitant la planète n'expliquent pas seules le retour en grâce de cette matière première []. La baisse des taux d'intérêt et les emplettes de métal précieux des banques centrales soucieuses d'accroître leur réserve contribuent également à lui redonner tout son lustre. [] L'injection massive d'argent par les banques centrales et les gouvernements du monde entier pour soutenir le système économique mis à mal par la crise sanitaire regonfle les valeurs boursières et profite à l'or. Les investisseurs répartissent ainsi les risques et comptent bien que cet argent qui coule à flots ruisselle dans leurs poches. »

Donc, le moteur de la hausse est moins l'angoisse (de l'hyperinflation) que l'espoir (de gains spéculatifs rapides), même si cet espoir des spéculateurs aux longs bras de levier met à son profit l'angoisse de minoritaires à petits bas à piécettes qui achètent quand les cours sont hauts et que les spéculateurs vendent... (voir [ici](#)). Et il n'y a aucun « effet ciseau » automatique entre le cours des actions et celui des métaux précieux. L'Église du Saint Or-Refuge va-t-elle enfin perdre prêtres et croyants?

Mais une « observation des faits » en mode JUGLAR n'est pas encore au bout de ses découvertes. La majorité des ordres en bourse est aujourd'hui automatisée et une bonne partie des robots et des spéculateurs en chair utilise les instruments de l'« analyse technique », mot valise qui rassemble des techniques très variées dont certaines très discutables. Comme exemple d'une telle analyse, prenons un article de 2017 suivant la théorie de J.M. HURST (voir [ici](#)), de l'un de ses fervents partisans: « Gold revisited » par W. RANDALL ([ici](#)). Si j'ai bien compris sa prose pour initiés, l'auteur présente ses trois graphiques comme compatibles, mais, selon moi, le premier prévoit, par répétition de la séquence 1980-2011, une baisse jusqu'à vers 2029 avant un nouveau record vers 2042, alors que le second situe le creux à la fin 2015 et une nouvelle hausse jusqu'au moins 2023 – ce qui est donc très différent pour la période 2015-'23, baissière dans le premier cas, haussière dans le second. La seconde prévision est correcte pour la période allant de décembre 2015 à mi-juillet 2020... ensuite, nous verrons. La théorie de HURST semble conduire à des calculs divergents (voir [ici](#)), mais une partie de ses partisans au moins est haussière sur l'or en ce moment... Une recherche sur l'internet avec les mots « Hurst cycles » pourra sans doute vous convaincre que la théorie de HURST a encore de nombreux partisans.^[16]

Il existe une pléthore d'autres sortes d'analyse technique des cours (voir pour l'une d'elles, notre Annexe G). Mais elles ont un point commun: l'achat d'or ou de produits financiers dérivés de son cours n'est pas envisagé comme un achat de précaution contre l'inflation ou une chute des cours des actions, mais uniquement comme un moyen de spéculer, à court ou moyen terme, sur la seule base d'une théorie sur des cours isolés de tout contexte économique, monétaire etc. Et leurs tenants sont souvent assez sectaires pour honnir quiconque ose les utiliser en combinaison avec une analyse économique plus classique.

À l'heure actuelle, les ordinateurs produisant les ordres en bourse le font sur la base de programmes intégrant souvent des éléments d'analyse technique des cours. On peut douter de la valeur prédictive d'une analyse technique individuelle, mais lorsque des milliers d'analystes techniques et d'ordinateurs programmés avec cette doctrine repèrent en même temps le même patron dans une séquence de cours, l'auto-réalisation de la prédiction est à l'ordre du jour.

Par ailleurs, les volumes de transactions à Londres, New York et Shanghai sont sans commune mesure avec ceux des achats de pièces ou même de lingots dans les ventes au détail. Lors de l'expiration des contrats à terme de juin dernier, le Comex a livré 171 tonnes d'or (ce qui ne concernait qu'une partie des contrats en jeu). Le 7 juillet dernier, A. MACLEOD signalait ([ici](#)) (1) qu'au 30 juin dernier, concernant les contrats à terme d'août (expirant fin juillet), le risque auquel les *bullion banks* se sont exposées équivaut à 71% des 36,6 milliards de dollars états-unien en jeu, (2) que ce risque est sans doute encore en hausse, (3) qu'une partie importante pourrait être exigée en or physique comme lors du contrat de juin et (4) que les banques en question ne possédant pas suffisamment d'or pourraient n'avoir d'autre recours que celui d'invoquer la clause de force majeure leur permettant de régler en dollars en lieu de lingots. Mais le problème a été évité par la livraison à temps de 170 nouvelles tonnes d'or au Comex (même si l'explication de MACLEOD n'est peut-être pas la bonne)([ici](#)), s'ajoutant à des transferts encore plus conséquents pendant les mois précédents :

« Since late March, no less than 550 tons of gold – worth \$30 billion at today's price and roughly equal to global mine output in the period – have been added to Comex warehouse stockpiles; hundreds of tons of that was imported. » ([ici](#)).

Et il ne s'agit ici que de New York...

À titre de comparaison, en mai 2020, la Banque de France détenait 2436 tonnes.

(Pour se faire une idée plus précise de la hauteur de la vague spéculative actuelle sur l'or, il faudrait encore ajouter les montants se portant sur les autres produits dérivés du cours de l'or – ETFs physiques et synthétiques, options sur ETFs, turbo's, etc. – et en suivre l'évolution sur une période assez longue, mettons depuis 2011... Et tenir compte du fait que les marchés d'options connaissent une progression exubérante, voir [ici](#).)

JUGLAR signalait déjà comment la spéculation tend à s'organiser hors des cadres boursiers régulés. Un phénomène du même ordre se produit ces temps-ci sur un secteur spéculatif qui n'est pas sans lien avec celui de l'or, à savoir celui des monnaies virtuelles (voir Annexe D).

Un article publié le 30 juin 2020 sur Zero Hedge, intitulé « Why Cryptocurrency Traders Are Switching from Spot to Derivatives Markets » ([ici](#)), indique :

« According to the [May 2020 Exchange Review by CryptoCompare](#), cryptocurrency derivatives trading volume grew by a staggering 32% in May to reach a record high of \$602 billion, while cryptocurrency spot trading volumes grew just 5% over the same period. The crypto spot market is now just twice the size of the derivatives market and has declined significantly since March. []

Cryptocurrency derivatives are a type of contract formed between two parties that agree on a date and price to sell a particular cryptocurrency. These typically come in the form of cryptocurrency futures and options, but an increasing fraction of platforms now offer simpler perpetual contracts, which can be settled whenever. This setup enables a variety of powerful trading strategies [].

For one, cryptocurrency derivatives can frequently be traded with leverage. This essentially means traders are able to open larger positions than they would otherwise be able to afford by using their account balance as partial collateral. This can be

as much as 100x leverage on some platforms, which is the equivalent of using \$100 to open a \$10,000 position – working to multiply the amount of profit by 100x. []

But the real potential of derivatives is perhaps best demonstrated during a bear market, since they allow traders to easily trade in the short side [].

Although derivatives exchanges are rapidly gaining popularity in 2020, they're not all built equal. Some are better than others, and certain features can only be found on particular platforms. As such, it's important to do your research before deciding on a platform.

The first thing to look out for is regulatory compliance. Bityard, for example, has obtained licenses in four different countries, whereas PrimexBT isn't regulated at all.»

Cet article signale un autre aspect :

« ... a lack of liquidity in many spot markets, particularly those associated with less popular altcoins, has seen the market plagued by the now commonplace pump and dump scams, whereby a group of traders work to drive up the price of an asset before dumping the coins and tokens on unsuspecting traders.

Instead, many traders – often those trading with significant volume – are now beginning to turn their focus towards cryptocurrency derivatives, due to the myriad of advantages they offer over spot markets.» (soulignement mien)

On peut douter que les « pump and dump scams » ne se reproduiront pas sur ces nouvelles plateformes d'échange. Mais, cela fait écho à une observation de JUGLAR en 1882 :

« Les opérations qui se traitent à la Bourse sont faites par des courtiers qui servent d'intermédiaires, mais dont l'origine est loin d'être la même. Il y a ce qu'on appelle le *parquet des agents de change* et la *coulisse* []. En un mot, il y a le courtier officiel, l'agent de change et le courtier libre.

C'est à la coulisse qu'on trouve le plus grand courant d'affaires; à ce point que quand un agent de change a une grosse opération de vente ou d'achat, c'est à la coulisse qu'il s'adresse. Alors qu'il faudrait plusieurs heures, souvent plusieurs jours, pour placer la somme au parquet, tout est absorbé en quelques instants par la coulisse. Elle agit comme un grand réservoir dont le volume empêche les grandes variations de niveau, quelle que soit l'abondance des entrées et des sorties. On peut donc se demander [] si la reconnaissance des marchés à terme aura une grande influence sur ce mécanisme si ingénieux qui repose uniquement sur la bonne foi et le crédit. Cette reconnaissance, rendant la responsabilité illimitée et les risques beaucoup plus grands, ne diminuera-t-elle pas ce grand courant d'opérations toujours en suspens, qui régularise la marche des affaires?

Dans tous les cas, la reconnaissance des marchés à terme ne serait pas applicable à la coulisse, puisqu'elle est hors la loi, et cependant tolérée. [] » ([ici](#), soulignements miens)

Ceci renvoie à un lieu commun boursier : « plus un marché est liquide, plus il est stable ». Mais... cela n'empêche pas, une fois par décennie environ, la survenue d'une chute de plus de 50% quand la « confiance » s'évanouit brusquement et que les liquidités désertent cette place pour le refuge de l'épargne (cash ou fonds monétaires etc.).

Peut-être est-il bon d'avoir toujours en tête qu'en 1637, trois oignons d'une tulipe d'une certaine sorte ont atteint la valeur d'une maison patricienne sur un canal d'Amsterdam et redevinrent des oignons de tulipe en quelques jours seulement; qu'en 1720, Isaac NEWTON,

directeur de la Monnaie (Royal Mint) [et pas le plus bête], a perdu l'équivalent de 3 millions de dollars actuels dans l'explosion de la bulle de la South Sea Company; ou qu'en ... ; ou bien qu'en ... ; ou que d'octobre 1929 à juin 1932, le S&P 500 perdit 86%; ou qu'en 1989, le Nikkei 225 était monté à 39 915 et que, malgré toutes les énormes injections de liquidités par la Banque centrale du Japon et les gouvernements japonais successifs, il est descendu jusqu'à 6 995 en 2008 (soit -82%) pour ne remonter qu'à 24.448 (en 2018), pour redescendre à nouveau. Ou que l'existence de produits dérivés avec un effet de levier 100, transforme la Bourse en Super-Ponzi. [Rabat-jeu! Peine-à-jouer!...]

Quoiqu'il en soit de l'évolution des cours des métaux précieux dans les mois à venir, à la première question posée au début de ce texte – *toutes les hausses du cours de l'or sont-elles dues à une crise?* – la réponse est donc: NON! puisque la hausse de l'or à partir de 1999 a été due à la croissance économique mondiale (en particulier en Chine).

Et à la deuxième question – *toute crise entraîne-t-elle une hausse du cours de l'or?* – la réponse est aussi: NON! puisque la grave crise de 2008 a été accompagnée par une baisse de l'or. Autrement dit, certaines crises entraînent une hausse du cours de l'or, mais pas d'autres... parce qu'elles ne sont pas toutes de même nature.

Ajoutons que le mythe de l'or comme valeur-refuge-en-toute-crise conduit à des affirmations hallucinantes; par exemple, le cours de l'or et les indices boursiers iraient en général en sens inverse et ce serait même « le principe de l'or valeur refuge ».[17] Le Tableau 3A (ci-après en page 22) montre que, depuis novembre 1981, lors des 21 baisses du S&P 500 supérieures à 10%, le cours de l'or a baissé 9 fois, a monté 9 fois et est resté quasi immobile 3 fois; lors des 6 baisses du S&P 500 supérieures à 20%, le cours de l'or a baissé 3 fois et a monté 3 fois. Le cas de l'année 1990 est très frappant: invasion du Koweït par l'Irak, préparation de la Guerre du Golfe, hausse du prix du pétrole, début de récession et difficultés budgétaires aux États-Unis... ce cocktail n'a entraîné aucune « flambée » de l'or: du 16 août au 11 octobre 1990, le S&P 500 perd 17% (de 355 à 295) et l'or... perd 12% (de 414 à 365). Quand on prend en compte tous les mouvements du cours de l'or de 10% et plus entre 1980 et 2020 (voir Tableaux 3B-C en page 23-24), la somme des mouvements synchrones et celle des mouvements en sens opposés sont quasi identiques.[18]

Ce mythe de l'« effet ciseau » entre les cours des actions et celui de l'or met une fois de plus en évidence deux erreurs très fréquentes, celle d'extrapoler un effet visible dans une période en une vérité générale et celle d'isoler une corrélation de son contexte.

Il y a sûrement plusieurs causes à la synchronisation des cours de l'or et des actions dans certaines périodes. En voici peut-être une: de nombreux investisseurs et gestionnaires de fonds suivent plus ou moins strictement une formule de diversification de leurs placements, par exemple 40% en obligations, 40% en actions, 10% en liquide et 10% en or. Quand les cours des actions baissent, ou qu'ils décident d'en vendre, ils rétablissent la proportion visée en vendant une partie de leur or (et réciproquement lors d'une hausse ou d'un achat). Pour ce faire, les allers et retours ont été facilités par le développement des FNB-or[19] qui ne sont pas sans danger mais d'un maniement beaucoup aisé que des transactions d'or physique ou d'autres produits dérivés comme les futures, plus hasardeux pour les non-spécialistes.

Pour expliquer la hausse actuelle du cours de l'or, une corrélation inverse entre ce cours et le taux réel d'intérêt des obligations états-uniennes à dix ans a surgi récemment dans l'argumentaire auriphile qui serait montrée par un graphique de la période 2009-'20 (par exemple dans cet article de Zero Hedge du 5 août 2020, [ici](#), troisième graphique). Sauf que cette corrél-

lation n'existe pas dans les années antérieures à celles du graphique (comparer [ici](#) et [ici](#))... Sans compter que c'est comparer des poires avec des poireaux car le taux réel d'intérêt en question est purement états-unien (limité géographiquement par la mesure de l'inflation) alors que le cours de l'or est mondial...

CRISES ÉCONOMIQUES À CAUSES NON ÉCONOMIQUES & CRISES MIXTES

Des crises économiques sont créées par des causes non économiques (ou non directement telles) : catastrophe naturelle, épidémie, invasion... C'est trop évident pour s'y attarder.

Certaines crises économiques conjuguent une cause économique et une cause autre, comme une épidémie. Voyons le cas présent.

LA CRISE ACTUELLE

La crise actuelle est une crise mixte : le ralentissement de la croissance de l'économie mondiale était patent bien avant l'arrivée du COVID-19 et se répercutait, par exemple, dans la baisse des cours du cuivre (depuis décembre 2017) et du pétrole (depuis octobre 2018), des taux d'intérêt états-uniens à 30 ans (depuis novembre 2018), du cours de l'argent (à partir du 5 septembre 2019) ou dans la reprise de la baisse de l'indice Baltic Dry (depuis le 10 septembre 2019), etc. etc.^[20] Il était clair que la fin du cycle économique approchait. La Fed, qui depuis 2010 remontait ses taux directeurs et depuis 2014 commençait à réduire son bilan, dut reprendre la baisse de ses taux dès fin juillet 2019 et, un mois et demi plus tard, injecter d'énormes liquidités dans les marchés financiers pour éviter un crash boursier.

Les marchés des actions et de l'or ne prenaient pas encore la mesure de la crise économique en cours. Mais quelques mois après, le drame de Wuhan survient. Les promoteurs de l'or et de l'argent monétaires sautent sur l'occasion pour titiller le réflexe pavlovien dû au vieux cliché de l'or-refuge. Au matin du 10 février 2020, un site néerlandais d'informations financières ([one.iex.nl](#)) répercute une « nouvelle » de Londres :

« LA PEUR DU CORONAVIRUS FAIT GRIMPER LE PRIX DE L'OR.-- Le prix de l'or est en hausse ces 4 derniers jours de cotation à cause de la dispersion du nouveau coronavirus. [] Le prix de l'once est monté ce matin à Londres jusqu'à plus de 1573 dollar, son plus haut niveau depuis 2013. Dans les périodes agitées, le métal précieux est souvent considéré en bourse comme un refuge sûr. Les prix des autres métaux précieux sont aussi en hausse. » (traduction et soulignement miens)

Or, l'once d'or était montée à 1594 la semaine précédente; il n'y avait donc aucune hausse significative, mais une baisse de 1,5% en une semaine. Quant à l'once d'argent, qui ce matin-là était à 17,7, elle valait 19,7 le 9 septembre 2019 (donc -10% en cinq mois). Sans compter que le platine était à 1025 le 15 janvier et valait 975 ce matin-là (-5% en quatre semaines) et que le palladium, qui était à 2585 le 20 janvier, était descendu à 2317 ce matin du 10 février (soit -10% en 3 semaines). Les faits comptent peu quand l'agit-prop auriphile enclenche le turbo.

L'or monte jusqu'au 24 février, de concert avec les marchés des actions, puis commence une première baisse. La réaction des tenants de l'or-refuge a été immédiate : le marché est manipulé!^[21] Mais il n'en fournisse pas la moindre preuve. Goldman Sachs monte au créneau et Zero Hedge répercute l'argumentaire.^[22] La nouvelle d'importantes ventes de particuliers aux joailleries infirme l'argument complotiste d'une baisse par manipulation – ce qui engendre d'autres hypothèses aussi peu prouvées pour sauver les apparences du dogme.^[23]

L'or remonte jusqu'au 9 mars, mais fin février, les marchés des actions se sont retournés et

ont effectué un premier plongeon et à nouveau... *l'or baisse* (voir le Tableau 2 en page 21).

Et, à nouveau, un marchéiste auriphile donne tort au marché des obligations parce qu'il vole à l'or son statut de refuge:

« Falling equity markets this week are likely to signal the onset of a bear market, **responding to a combination of the coronavirus spreading beyond China and persistent indications of a developing recession.**

This has **provoked a flight into us Treasuries, with the ten-year yield falling to an all-time low of 1.1141%.** This will prove to be a mistake, given us price inflation which on independent estimates is running close to ten per cent, **exposing us Treasuries as badly overpriced.** » (caractères gras d'origine)[24]

Il est à noter que pour donner tort au taux des obligations à 10 ans, l'auteur fait allusion à une mesure non officielle de l'inflation qui surestime autant l'inflation que l'indice officiel la sous-estime.[25]

Un autre auriphile s'empresse de rassurer ses lecteurs dans un article du 2 mars, intitulé « What Happened To Gold's Safe-Haven Bid? »:

« One would expect a safe-haven like gold to thrive in the midst of the massive stock selloff, but it had a bad day on Friday as well crashing through the \$1,600 mark and plummeting as low as \$1,568.

Gold rebounded Monday and was trading back above \$1,600, but how do we make sense of its precipitous plunge? Has gold failed as a safe-haven?

The short answer is no. The safe-haven bid is there, as evidenced by the rebound on Monday. »[26]

Ce que ce « dogmeux » de l'or comme refuge s'abstient de mentionner, c'est que ce même lundi 2 mars où il écrit après la clôture des marchés, les actions viennent elles aussi de rebondir; le S&P 500 même de 2954 à 3090, soit 4,6% en un jour! Une fois de plus, les deux marchés étaient synchrones et non en directions opposées. Mais, n'est-ce pas bien pratique l'« isolé-analyse »?

Ensuite, de baisses en rebonds, les marchés des actions plongent lourdement et... *l'or coule*... Pour le dogme de l'or refuge, cette fois c'est la débâcle de la Grande et Invincible Armada de 1588!

Banques centrales, gouvernements et parlements multiplient les programmes d'aide pour éviter la catastrophe économique en pleine crise sanitaire et promettent d'injecter des liquidités « illimitées » (sic) dans les circuits financiers. Le jeudi 9 avril, la Fed annonce l'extension de son achat d'obligations d'entreprises à toutes celles (et elles sont très nombreuses) qui viennent de perdre leur note de rating BBB et sont donc tombées dans la catégorie *junk bonds*.

La réaction du site Zero Hedge est représentative du courant « autrichien »:

« ... with this intervention in the equity-like junk bonds, there are no more free markets as what today's action means is that the Fed's nationalization of stocks is now just a matter of time. » (« Fed Foray Into High Yield Sparks Biggest Junk Bond Spike In Over A Decade », 9 avril 2020, [ici](#))

Le lendemain matin, dans un article intitulé « Gold Soars Along With Everything Else As Fed

Ends Capital Markets As We Know Them» ([ici](#)), Zero Hedge cite des réactions similaires: «... we are all socialists now», «governments are almost fully taking over free markets, with the profit principle dethroned as the key business driver», «The public equity and debt markets are now nothing more than greater fool markets that are led by the greatest fools of all, the Fed and the Congress. US capital markets, RIP!», «We are in a New World Order».

L'agit-prop banque-centralophobe et auriphile s'enflamme:

«While the country was distracted with the Covid-19 lockdown and economic crisis, the Federal Reserve made a huge banking requirement change never before done in history.

The Fed cut <...reserve requirement ratios to zero percent effective March 26, 2020. This action eliminated reserve requirements for all depository institutions.> ([Read for yourself here.](#))

What does this profound change mean?

Economist John WILLIAMS says, «The system is bankrupt, and they are just spending the money to prevent an immediate collapse as opposed to having it collapse right now...»

«They have cut reserve rates back to 0%. The bailout of the banking system of the 'Great Recession' didn't work. So, now, they are just printing money and bailing out whatever they have to. People have done this throughout history including the Weimar Republic (Germany hyperinflation) and Zimbabwe (also had hyperinflation)...

We effectively have a Zimbabwe Fed.»

So, the Fed is going to print all the money it needs to bail out every bank that needs one? WILLIAMS says,

«That's exactly what they said they are going to do, and not only any bank, but any financial institution, the stock market, and with infinite money, you can do all sorts of things. But guess what? You also get a hyperinflation. They have crossed the line. That's why you want to own physical precious metals.» («Federal Reserve Now Zimbabwe – John WILLIAMS», interview par Greg HUNTER, 7 juin 2020, [ici](#))

Au Japon, l'inflation de la masse monétaire depuis 1990 n'a pas vaincu la déflation, mais cela ne fait pas partie de la «réalité» des «autrichiens». Pour eux, faire tiédir de l'eau, c'est déjà la faire bouillir...[«Nous prennent-ils pour des grenouilles?»]

À la date de cet entretien, le cours de l'or est 10% sous son record de septembre 2011 et celui de l'argent est de 65% inférieur à son prix d'avril 2011. Comment est-ce possible avec une Fed en mode Zimbabwe?!

En fait, les marchés sont soulagés, comme ils l'avaient été à l'automne 2008 par l'adoption du Plan Paulson et réagissent de même manière: ils anticipent l'arrivée des énormes liquidités promises et leurs conséquences sans y voir la fin du monde actuel.

Cependant, cela peut changer. Le risque d'une période d'inflation causée par l'abondance de monnaie paraît mince vu les baisses de revenus importantes. La manne financière actuelle consiste surtout en prêts destinés à des entreprises déjà souvent surendettées. En fait d'héli-

copter money (la recommandation de Milton FRIEDMAN visait son octroi aux consommateurs), il n'y a guère qu'un saupoudrage qui ne paraît pas dangereux. Par contre, une inflation créée par une pénurie de matières premières et/ou de produits alimentaires n'est pas à exclure a priori.[27] Les dégâts causés aux cultures par sauterelles et criquets en diverses régions du globe semblent beaucoup plus importants cette année-ci que d'ordinaire (toutefois, l'indice MSCI GXX des produits agricoles ne remonte guère pour le moment au dessus de son dernier point bas en avril dernier). Le danger peut venir non de la manne financière mais de la pandémie actuelle, si elle aggrave les difficultés qu'elle a déjà causées dans les chaînes d'approvisionnement alimentaire, en particulier dans les abattoirs et les transports.

Cependant la situation financière mondiale est préoccupante. Deux grandes banques américaines ont signalé que les marchés obligataires ne fonctionnent plus correctement.[28] Au 19 mars dernier, le « total announced stimulus in the US, EU and UK this week was \$4.2 trillion, and counting », selon Zero Hedge... Mais le 20 mars, la Fed a dû aussi venir au secours du marché des « muni-bonds » (obligations municipales importantes pour les fonds de retraites américains), ce qui n'avait pas été nécessaire lors des crises les plus récentes. Le même jour, l'Union européenne suspend pour la première fois les règles de discipline budgétaire. Enfin, il n'est pas exclu que les États-Unis, confrontés à un chômage de masse en hausse, doivent augmenter les montants d'*helicopter money* (qui est pour les « autrichiens » l'horreur monétaire absolue!). La prétendue crainte d'« inflation dévastatrice » de 2008-'10 pourrait cette fois devenir bien réelle.

Ces derniers temps, l'agit-prop auriphile s'intensifie. Les cireurs d'or marginaux sont rejoints par des gérants de fonds et des banques de renom : Carmignac ([ici](#)), JPMorgan ([ici](#)), Deutsche Bank ([ici](#)), Bank of America[29] et j'en passe. Selon un adage fort judicieux, « quand une bonne affaire est dans le journal, c'est trop tard », et selon un autre (des financiers qui se croient les plus malins) « Dumb money buy high and sell low ». Ces dictons ne seront-ils cette fois que de vieilles lunes ? [Les financiers donneraient-ils maintenant de bons conseils boursiers au bon peuple ? Nous vivons une époque formidable!]

L'un des aspects de la problématique de l'or aujourd'hui est l'angoisse de bien des (futurs) retraités face à la détérioration de la situation financière de nombreux fonds de pension, et non des moindres, qui est devenue de notoriété publique dans plusieurs pays. Il est clair que la plupart de ces fonds sont incapables de remplir la fonction officielle pour laquelle ils avaient été créés. C'est d'autant plus préoccupant que la hausse vertigineuse des cours tant des actions et des obligations que des prix immobiliers (au moins dans les grandes villes) etc. n'a même pas permis de rétablir les équilibres entre les recettes et les dépenses (à prévoir, ou même en cours!).

Aux États-Unis, en mars 2017, une agence du gouvernement fédéral ([ici](#)), qui, à cette date, garantissait (partiellement) les retraites de quelque 40 millions d'Américains, se retrouvait elle-même en difficultés financières ([ici](#)). Depuis, la situation n'a fait qu'empirer, par exemple dans l'État d'Illinois où, en mai 2018, trois économistes de la Federal Reserve Bank of Chicago ne voyaient pas d'autre solution qu'une augmentation de la taxe sur la propriété immobilière alors que celle-ci était déjà la plus haute des États-Unis ([ici](#)). Ce n'était d'ailleurs que la proposition d'étendre à tout l'État d'Illinois une décision de justice de 2017 concernant l'une de ses villes ([ici](#) et [ici](#)). Fin juillet 2018, un rapport signalait :

« State and local pension plans in the U.S. now have less than three-quarters of the money they need to meet their promised payouts, their lowest level since at least 2001, according to Public Plans Database figures weighted by plan size. In dollar terms the hole for state and local pensions is now \$5 trillion, according to

Moody's Investors Service. » (*Wall Street Journal* cité par Zero Hedge dans un article intitulé « Five Trillion Dollars! Doomed us Pensions' Shortfall Now The Size Of Japan's Economy », [ici](#), gras d'origine)

Comment cela est-il possible alors qu'à cette date, le S&P 500 oscille autour de 2800, soit 78% au dessus de son record pendant le cycle économique précédent (1575 en octobre 2007)? Il serait grand temps d'abandonner les clichés propagés sur ce type de retraites, mais ce n'est pas le sujet du présent texte...[30]

Les États, la Fed et le gouvernement fédéral devront sans doute régler une grande partie d'une énorme ardoise, ce qui va encore faire augmenter la dette publique états-unienne dont le niveau est déjà alarmant.

Mais le problème n'est pas limité aux États-Unis. L'OCDE publie annuellement le montant des capitaux gérés par les fonds de pension dans les pays liés à cette organisation, mais aussi les autres (au moins partiellement). Les montants sont très impressionnants (dernière estimation provisoire: [ici](#)); mais cette publication peut être très mal interprétée, car elle n'indique pas en regard le montant des engagements pris par ces fonds à l'égard des retraités présents ou futurs. Si on se limite aux fonds de pension tels que définis par l'OCDE, le pays qui est, et de très loin, le plus « fourmi » de tous, est les Pays-Bas avec un montant équivalent à 191% de son PIB. Or, la plupart des fonds de pension néerlandais ne parvenant pas à réaliser les rendements promis, une réforme est en cours ([ici](#)) selon laquelle les fonds de pension ne devront plus faire aucune promesse de rendement... En outre, une baisse des retraites versées actuellement est envisagée à partir du 1^{er} janvier 2021.[31] Et ceci est nécessaire alors que les fonds néerlandais sont parmi les mieux capitalisés...

Selon un article du *Monde* de mai dernier ([ici](#)), « la situation de l'AGIRC-ARRCO, le régime de retraite complémentaire des salariés du privé, se complique. En raison de la crise sanitaire, l'organisme paritaire cogéré par le patronat et les syndicats a demandé au gouvernement de pouvoir obtenir un prêt de l'ordre de 8 milliards d'euros afin d'honorer le versement des pensions pour les prochaines échéances de juin et juillet » (voir aussi un article plus récent: [ici](#)). Inutile de commenter...

Les retraites des régimes par répartition sont pour la plupart gelées et rongées par l'inflation ou même carrément vouées à la baisse. En France, le projet Delevoye prévoyait un maintien des dépenses de retraite à 14% du PIB – déjà un problème, la proportion des retraités dans la population augmentant plus vite que la productivité. Mais le projet a évolué vers une réduction des dépenses à 13% du PIB ([ici](#))...

La rhétorique auriphile profite évidemment de cette situation par des arguments qui peuvent être efficaces, du type:

« Holding assets such as physical gold and silver could prevent your retirement savings from suffering the consequences of being overexposed to equities. »[32]

Cette prose, qui ne fonctionne que sur l'angoisse des épargnants ou des retraités, n'est accompagnée d'aucune statistique sérieuse. Quelques chiffres ne sont pas inutiles:

	or en USD	S&P 500	DAX	(cours de clôture)
1983.12.31	487	247	1000	
2020.03.06	1687 +246%	2970 +1102%	11542 +1054%	

La première date de départ choisie est celle de la création de l'indice de la Bourse de Francfort.[33] La date de fin est celle où l'or est au plus haut. Ci-dessous la date de fin est celle où les marchés des actions occidentales atteignent leur plus bas le plus récent. (À la progression du S&P 500, il convient d'ajouter les dividendes, que le DAX inclut).

	or en USD	S&P 500	DAX	(cours de clôture)
1983.12.31	487	247	1000	
2020.03.16	1453 +198%	2418 +879%	8742 +774%	

En période de crise, titiller l'angoisse des épargnants et les faire fantasmer est, commercialement et idéologiquement, sûrement plus efficace qu'une analyse chiffrée...

L'un des cireurs de lingots qui tentent de sauver le mythe des métaux précieux comme refuge tout temps, signale que l'or et l'argent avaient certes baissé en 2008, mais que leurs cours s'étaient redressés avant ceux des actions.^[34] En « isolo-analyste » typique, il omet de mentionner les aspects suivants :

- 1) cette « anticipation » de quelques mois n'est pas l'apanage des valeurs prétendues stables, car c'est aussi le cas du cuivre, du zinc, du plomb, du pétrole...;
- 2) ce redressement des métaux avant celui des actions occidentales est le cas le plus fréquent mais ne se produit pas toujours;^[35]
- 3) les cours de l'or et de l'argent sont au plus bas le 24 octobre 2008 et l'indice VIX est au plus haut le 20 novembre suivant; cet indice de la volatilité des cours du S&P 500 est communément appelé « l'indice de la peur à Wall Street »; dans ce cas, cela signifie que plus la peur a monté, plus le cours des métaux précieux a baissé (sauf le mois d'écart où ils n'ont pas vraiment bondi) et que plus la peur a baissé après le 20 novembre et plus l'or et l'argent se sont appréciés. Au plus fort de la peur, l'or est à 745\$, soit en baisse de 24% par rapport au 15 juillet 2008 (982\$). Ceci n'est en rien un comportement de valeur refuge! Le revirement d'octobre/novembre 2008 est dû au fait que les mesures prises par la Fed, le Treasury et le Congress ont été jugées positives et suffisantes alors que la propagande auriphile veut y voir la source de la prétendue crainte d'« inflation dévastatrice » de 2008-'10 qui aurait causé la hausse des cours des métaux précieux – ce qui est donc clairement faux;
- 4) est-il bien raisonnable de comparer la date du creux de l'or à celle du creux de Wall Street alors que le segment le plus important du marché de l'or est celui des particuliers indiens et chinois? Et là, surprise! La bourse de Shanghai précède Wall Street, avec son plus bas le 6 octobre 2008, ce qui explique sans doute aussi la remontée des métaux industriels et du pétrole en décembre, précoce par rapport aux bourses des actions occidentales (mars 2009).

Replacer dans son contexte ce retournement du cours des métaux précieux permet donc de sortir d'une simple constatation formelle, fétichiste et occidentalo-centrique érigée en loi quasi naturelle – soit: « les métaux précieux remontent avant les actions » – et d'observer simplement que les prix des métaux précieux se comportent peu ou prou comme les cours des autres métaux même si leurs variations ont moins d'ampleur.

Pour autant, il n'est pas exclu qu'à long terme les partisans de l'or triomphent... mais pour l'heure, ils en sont réduits à faire semblant. L'une des techniques les plus courantes de la manipulation publicitaire et politicienne est le triomphalisme. Eh bien, lecteur, ne ratez pas cette perle: à partir de leurs cours *intraday* les plus bas en mars jusqu'au 7 mai 2020, le Nasdaq Composite a rebondi de 36%, le Nasdaq 100 de 34,9%, le S&P 500 de 32,4%, le Dow Jones Industrial de 32,2% et l'or tout juste de... 18,5%; pourtant, ce même 7 mai, Zero Hedge publie le bulletin de victoire suivant :

« The unprecedented monetary stimulus unleashed by the Federal Reserve to help combat the economy-destroying coronavirus has revived worries about hyperinflation which renders the dollar worthless and popular inflation hedges like gold

rule the day. » (« Paul Tudor Jones Buys Bitcoin As « Hedge Against Central-Bank Money Printing » », [ici](#), je souligne)

N'omettez pas au passage de bien humer l'adjectif « popular », huile essentielle du populisme de rentier – la *common decency* à laquelle se raccrochait désespérément G.Orwell n'est pas si... *common*.

CONCLUSIONS

Les conclusions que nous pouvons formuler ici se limitent à la période d'observation des faits (1980-2020) et aux pays à monnaie forte.

Le prix de l'or tend à y baisser pendant les *crises économiques* aussi longtemps qu'il n'y a pas de signes de reprise significative de l'inflation et donc que les obligations d'État et/ou leurs monnaies paraissent le(s) refuge(s) adéquat(s). Dans cette phase, les prix des métaux précieux à fort usage industriel (argent, platine...) baissent plus que celui de l'or. En cas de crise très sévère, il y a risque de confiscation par l'État du pays concerné.

Le prix de l'or en monnaie relativement forte tend à remonter dès les premiers signes de *reprise économique*. Les achats d'or sont alors surtout spéculatifs, plus qu'un recours en panique à un refuge à toute crise. Cette tendance peut être renforcée (ou contrariée) par la conjoncture dans les économies dites émergentes.

Le prix des métaux précieux peut évidemment monter dans des périodes de crise dues à des causes non directement conjoncturelles: pandémie, guerre (civile ou non), etc. En conséquence, promoteurs et vendeurs des métaux précieux exagèrent les risques inflationnistes, sans cesse et sans gêne factuelle. À cette fin, toutes les théories de fin du monde sont utilisées, mais la définition de l'inflation promue par l'école économique « autrichienne » est le meilleur atout parce qu'elle paraît rationnelle tout en n'étant que dogmatique et... « isolo-analyste ».

La crise actuelle confirme qu'en général, contrairement à un cliché tenace, le cours de l'or tend à baisser lors d'une chute des cours des actions (répétons-le: dans la période actuelle).

Ce qui nous paraît le plus intellectuellement toxique, c'est la porosité entre deux discours économiques, l'un dominant et l'autre extrémiste, par la rémanence de clichés généralisants tels que « l'or est stable », « l'or est une valeur refuge », ce qui n'est vrai que dans certaines périodes.

Le plus intéressant est peut-être de voir comment des clichés, qui ont été valables dans une période antérieure mais ne le sont plus de nos jours, se maintiennent aisément, entravant une pratique rationnelle de gestion des risques.



TABLEAU 1: Flux et reflux économiques et financiers entre décembre 1998 et juillet 2016

De à	déc. 1998 avril 2004	janv. 2007 juillet 2008	juin 2008 mars 2009	janvier 2010 mai 2015	nov. 2015 juillet 2016
or[a]	253	1024 +305%	693 -32%	1897 +174%	1051
argent[b]	4	20 +400%	9 -55%	47 +422%	14
platine[c]	300	2109 +603%	798 -62%	1871 +134%	820
cuivre[d]	0,61	3,95 +548%	1,29 -67%	4,58 +255%	1,94
plomb[e]	382	3678 +863%	985 -73%	2915 +196%	1582
zinc[f]	720	4440 +517%	1040 -77%	3515 +238%	1505
aluminium[g]	1156	3057 +164%	1301 -57%	2757 +112%	1433
Brent[h]	9	148 +1544%	42 -72%	127 +202%	27
Se-P 500[i]	785	1562	676	2131	1829
taux 30Y[j]	5,01%	5,20%	2,87%	4,69%	2,23%

NB Les cours indiqués sont les plus bas et les plus hauts dans chacune des périodes.

[a] USD/ t. oz (Gold Fixing London de 10h30; source: <https://fred.stlouisfed.org/series/GOLDAMGBD228NLBM> – ne pas consulter le graphique mais les données journalières)

[b] USD/ t. oz (source: <https://tradingeconomics.com/commodity/silver>)

[c] USD/ t. oz (source: <https://tradingeconomics.com/commodity/platinum>)

[d] USD/ LB (source : <https://www.macrotrends.net/1476/copper-prices-historical-chart-data>)

[e] USD / MT (source: <https://tradingeconomics.com/commodity/lead>)

[f] USD/ MT (source: <https://tradingeconomics.com/commodity/zinc>)

[g] USD/tonne (source: <https://tradingeconomics.com/commodity/aluminum>)

[h] USD/ BBL (source: <https://tradingeconomics.com/commodity/brent-crude-oil>)

[i] source: <https://www.marketwatch.com/investing/index/spx/charts>

[j] 30-Year Treasury Constant Maturity Rate (Gs30) (source: <https://alfred.stlouisfed.org/series?seid=GS30>)

*L'or est-il
toujours
un refuge?*

TABLEAU 2: *Marchés des actions et cours de l'or et de l'argent d'août 2018 à mars 2020*

	Nikkei 225	S&P 500	or	argent
2018.08.16 – 12.26	18.949	2347	1175	13,9
2019.08.26 – 09.04			1555	19,7
2019.11.09 – 11.11			1448	16,6
2020.01.17 – 02.24	24.116	3394	1688	18,9
2020.02.28 – 03.02	20.834	2855	1563	16,4
2020.03.03	21.720	3136		17,5
2020.03.03 – 03.04 T	20.862	3001		17,1
2020.03.04 A – 03.09 T	21.400	3131	1703	17,6
2020.03.09 A – 03.12		2451	1570	15,6
2020.03.13 T	16.691		1551	15,3
2020.03.13 E			1521	14,6
2020.03.13 A			1505	14,5
2020.03.18 A – 19 T	16.358		1464	11,6
2020.03.23 A		2192		

Tous les cours indiqués sont *intraday*.

Abréviations: A = Bourses de Wall Street & CME; E = Bourses européennes; T = Bourse de Tokyo.

+ USD/oz etc...

*L'or est-il
toujours
un refuge?*

TABLEAU 3A : Mouvements du s&P 500 et du cours de l'or du 27 novembre 1981 au 10 août 2020

	S&P 500	or	[a]			S&P 500	or	[a]
1981.11.27	141	411			2001.12.05	1170 +11%	276	opp
1982.08.11	103 -27%	332	syn		2002.10.09	777 -34%	319	opp
1983.10.07	171 +66%	396	syn		2002.11.27	939 +21%	318	opp
1984.07.24	148 -13%	338	syn		2003.03.11	801 -15%	353	opp
1987.08.25	337 +128%	459	syn		2007.10.09	1565 +95%	729	syn
1987.10.19	225 -33%	480	opp		2008.03.10	1273 -19%	973	opp
1987.10.21	258 +15%	467	opp		2008.05.16	1425 +11%	885	opp
1987.10.27	228 -12%	473	opp		2009.03.09	677 -52%	935	opp
1987.11.02	256 +12%	470	opp		2010.04.23	1217 +20%	1140	syn
1987.12.04	224 -12%	486	opp		2010.07.02	1023 -16%	1211	opp
1989.10.10	360 +61%	406	opp		2011.05.02	1361 +33%	1547	syn
1990.01.30	323 -10%	418	opp		2011.10.03	1099 -19%	1660	opp
1997.10.07	983 +204%	332	opp		2015.05.21	2131 +94%	1210	opp
1997.10.27	877 -10%	312	syn		2015.08.25	1868 -12%	1154	syn
1998.07.17	1187 +35%	294	opp		2018.01.16	2873 +54%	1335	syn
1998.08.28	957 -19%	273	syn		2018.02.08	2581 -10%	1311	syn
2000.03.24	1527 +60%	285	syn		2018.09.20	2931 +14%	1203	opp
2000.04.14	1357 -11%	281	syn		2018.12.24	2351 -20%	1261	opp
2000.09.01	1521 +12%	277	opp		2020.02.19	3386 +44%	1610	syn
2001.04.03	1106 -27%	257	syn		2020.03.23	2237 -34%	1495	syn
2001.05.21	1313 +18%	288	syn		2020.08.10	3360 +50%	2030	syn
2001.09.21	966 -26%	291	opp					

[a] Cette colonne indique si les mouvements du s&P 500 et du cours de l'or sont synchrones ou opposés.

Pour les TABLEAUX 3A-C :

Source pour s&P 500: <https://www.marketwatch.com/investing/index/spx/charts>

Source pour once d'or en USD: <https://fred.stlouisfed.org/series/GOLDAMGBD228NLBM>

L'or est-il
toujours
un refuge?

TABLEAU 3B : Mouvements du cours de l'or et du S&P 500 du 21 janvier 1980 au 6 décembre 1999

	or	S&P 500	[a]			or	S&P 500	[a]
1980.01.21	1170	112			1984.03.05	407 +12%	156	opp
1980.01.28	629 -46%	115	opp		1985.02.26	285 -30%	181	opp
1980.02.11	715 +14%	117	syn		1986.09.22	443 +55%	235	syn
1980.03.18	474 -34%	104	syn		1986.11.24	380 -14%	247	opp
1980.03.20	561 +18%	103	opp		1987.12.14	503 +32%	242	opp
1980.03.27	486 -13%	103			1988.09.26	389 -23%	269	opp
1980.07.08	689 +42%	118	syn		1988.12.05	430 +11%	275	syn
1980.08.18	610 -11%	123	opp		1989.09.11	358 -17%	348	opp
1980.09.23	721 +18%	129	syn		1990.02.06	421 +18%	330	opp
1981.03.05	457 -37%	130	opp		1990.06.14	347 -18%	363	opp
1981.03.27	547 +20%	135	syn		1990.08.23	416 +20%	307	opp
1981.08.04	392 -28%	131	syn		1990.10.17	366 -12%	299	syn
1981.09.22	460 +17%	117	opp		1991.01.16	404 +10%	316	syn
1982.03.15	314 -32%	109	syn		1993.03.12	327 -19%	450	opp
1982.04.14	365 +16%	116	syn		1993.08.02	407 +24%	450	
1982.06.21	297 -19%	107	syn		1993.09.14	342 -16%	460	opp
1982.09.07	489 +65%	121	syn		1996.02.02	416 +22%	636	syn
1982.10.05	387 -21%	122	opp		1998.01.12	279 -33%	939	opp
1982.10.14	448 +16%	135	syn		1998.04.23	315 +13%	1120	syn
1982.11.12	400 -11%	140	opp		1999.07.21	253 -20%	1379	opp
1983.02.15	512 +28%	148	syn		1999.10.05	326 +29%	1301	opp
1984.01.09	364 -29%	169	opp		1999.12.06	277 -15%	1423	opp

[a] Cette colonne indique si les mouvements du cours de l'or et du S&P 500 sont synchrones ou opposés.

*L'or est-il
toujours
un refuge?*

TABLEAU 3C : Mouvements du cours de l'or et du S&P 500 du 11 février 2000 au 10 août 2020

	or	S&P 500	[a]			or	S&P 500	[a]
2000.02.11	317 +14%	1387	opp		2011.11.08	1794 +12%	1276	syn
2001.04.03	257 -19%	1106	syn		2011.12.29	1538 -14%	1263	syn
2003.02.05	385 +50%	844	opp		2012.02.29	1788 +16%	1366	syn
2003.04.07	320 -17%	880	opp		2012.05.16	1538 -14%	1325	syn
2004.01.12	428 +34%	1127	syn		2012.10.05	1790 +16%	1461	syn
2004.05.14	374 -13%	1096	syn		2013.06.28	1203 -33%	1606	opp
2006.05.12	726 +94%	1291	syn		2013.08.28	1426 +19%	1636	syn
2006.06.14	567 -22%	1230	syn		2013.12.23	1193 -16%	1828	opp
2006.07.17	672 +19%	1234	syn		2014.03.17	1379 +16%	1859	syn
2006.10.05	568 -15%	1353	opp		2014.11.06	1145 -17%	2031	opp
2008.03.17	1024 +80%	1277	opp		2015.01.21	1298 +13%	2032	syn
2008.05.02	854 -17%	1414	opp		2015.12.03	1051 -19%	2050	opp
2008.07.15	982 +15%	1215	opp		2016.07.06	1370 +30%	2100	syn
2008.09.11	743 -24%	1249	opp		2016.12.22	1131 -17%	2261	opp
2008.10.10	918 +24%	899	opp		2018.02.16	1359 +20%	2732	syn
2008.10.24	693 -25%	877	syn		2018.08.17	1177 -13%	2850	opp
2009.02.24	990 +43%	773	opp		2020.03.06	1687 +43%	2972	syn
2009.04.20	870 -12%	832	opp		2020.03.17	1472 -13%	2529	syn
2009.12.03	1218 +40%	1100	syn		2020.08.10	2030 +38%	3360	syn
2010.02.05	1052 -14%	1066	syn					
2011.09.05	1897 +80%	1170	syn					
2011.10.05	1600 -26%	1144	syn					

[a] Cette colonne indique si les mouvements du cours de l'or et du S&P 500 sont synchrones ou opposés.

TABLEAU 4: Anticipation des récessions par les marchés d'actions et d'obligations, 1980–2020

début de récession[a]	records du S&P 500[b]	anticipation en mois	taux du 10Y[c]
1980.mai	1980.février	2	1980.mars
1981-août	1980.novembre	8	1981.septembre
1990.août	1990.juillet	1	1990.septembre
2001.février	2000.mars	9	2000.janvier
2008.février	2007.octobre	4	2007.juin
2020.mars	2020.février	1	2018.octobre

[a] selon les *shaded areas* dans le graphique du BIP états-unien de la FRED (nous indiquons le mois intermédiaire dans chaque trimestre: <https://fred.stlouisfed.org/series/A191RL1Q225SBEA>)

[b] source: <https://www.marketwatch.com/investing/index/spx/charts>

[c] mois pendant lequel le taux états-unien à 10 ans est à son plus haut juste avant/pendant récession. Source: <https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01USM156N>

TABLEAU 5: Flux et reflux économiques en Asie et cours du Bitcoin, décembre 2017 au 23 mars 2018

	Hang Seng	Shanghai	Nikkei 225	Singapore	Cuivre	Aluminium	BTC
2017.12					3,30		16.728
2018.01-09	33.154	3558	24.120	3577		2537	
2018.09-12	24.718	2494	19.562	2972	2,62	1789	3113
	-25%	-30%	-19%	-17%	-21%	-29%	-81%
2019.02-07	30.082	3271	22.259	3392	2,95	1949	11.426
2019.08-12	25.724	2775	20.419	3078	2,53	1703	5943
	-14%	-15%	-8%	-9%	-14%	-13%	-48%
2020.01-02	29.056	3092	24.041	3281	2,85	1834	9529
2020.03.01-23	21.696	2660	16.553	2233	2,17	1582	4238
	-25%	-14%	-31%	-32%	-24%	-14%	-55%

Hang Seng Index: <https://www.marketwatch.com/investing/index/hsi?countrycode=hk>

Shanghai Composite Index: <https://www.marketwatch.com/investing/index/shcomp?countrycode=cn>

Nikkei 225: <https://www.marketwatch.com/investing/index/nik?countrycode=jp>

Singapore (FSE Straits Times Index): <https://www.marketwatch.com/investing/index/sti?countrycode=sg>

Cuivre (USD/LB): <https://www.macrotrends.net/1476/copper-prices-historical-chart-data>

Aluminium (USD/T): <https://tradingeconomics.com/commodity/aluminum>

Bitcoin (BTC/EUR): <https://btcdirect.eu/fr-fr>

TABLEAU 6: Cours spot intraday de l'once d'or en USD et RSI (14), de mai 2004 à mai 2016

COURS LE PLUS BAS	CONCORDANCE/ DIVERGENCE	SORTIE DE SURVENDU	ENTRÉE EN SURACHETÉ	COURS LE PLUS HAUT	CONCORDANCE / DIVERGENCE
375 [2004.05.10]		382 [2004.05.12]	444 [2004.11.17]	453 [2004.12.06]	div.
412 [2005.02.09]	div.	420 [2005.01.10]	446 [2005.03.11] 438 [2005.06.17] 446 [2005.08.12] 459 [2005.09.16] 492 [2005.11.22] 556 [2006.01.13] 583 [2006.03.30]	446 [2005.03.11] 441 [2005.06.23] 446 [2005.08.12] 478 [2005.10.11] 536 [2005.12.12] 573 [2006.02.06] 722 [2006.05.11]	conc. div. div. conc. div. conc.
565 [2006.06.14]		582 [2006.06.21]	647 [2006.11.30] 700 [2007.09.07] 784 [2007.10.01] 878 [2008.01.08] 930 [2008.01.28] 969 [2008.02.28]	647 [2006.11.30] 748 [2007.10.01] 846 [2007.11.07] 914 [2008.01.14] 938 [2008.01.29] 1013 [2008.03.18]	conc. conc. conc. div. div. div.
737 [2008.09.11] 683 [2008.10.24]	conc. div.	763 [2008.09.12] 729 [2008.10.24]	982 [2009.02.18] 959 [2009.05.25] 991 [2009.09.03] 1042 [2009.10.06] 1103 [2009.11.09] 1209 [2010.05.06] 1277 [2010.09.17] 1436 [2011.03.02] 1496 [2011.04.18] 1594 [2011.07.15]	1006 [2009.02.20] 990 [2009.06.03] 1024 [2009.09.17] 1071 [2009.10.14] 1226 [2009.12.03] 1262 [2009.05.18] 1431 [2010.12.07] 1445 [2011.03.07] 1577 [2011.05.02] 1921 [2011.09.06]	div. div. conc. div. div. div. conc. conc./div. div.
1560 [2011.12.15] 1523 [2011.12.29]	div.	1568 [2011.12.16] 1569 [2011.12.30]	1738 [2012.01.27]	1790 [2012.02.28]	div.
1527 [2012.05.16]		1574 [2012.05.17]	1670 [2012.08.23]	1796 [2012.10.04]	div.
1636 [2012.12.20] 1555 [2013.02.21] 1322 [2013.04.16] 1350 [2013.05.17] 1181 [2013.06.28]	conc. conc. conc. conc. div.	1658 [2012.12.21] 1594 [2012.12.25] 1426 [2013.04.22] 1394 [2013.05.20] 1234 [2013.06.28]	1417 [2013.08.27] 1319 [2014.02.14]	1434 [2013.08.28] 1388 [2014.03.14]	div.
1241 [2014.06.03]		1254 [2014.06.05]	1320 [2014.06.19]	1345 [2014.07.10]	confus
1183 [2014.10.06] 1138 [2014.11.06]	conc. conc.	1208 [2014.10.06] 1179 [2014.11.07]	1279 [2015.01.16]	1308 [2015.01.22]	confus
1150 [2015.03.16] 1074 [2015.07.20] 1046 [2015.12.03]	conc. div.	1168 [2015.03.18] 1103 [2014.07.29] 1065 [2015.11.30]	1160 [2016.02.04]	1304 [2016.05.02]	div.

Colonnes: 1: cours le plus bas avant la "sortie de survendu" / 2: concordance/divergence s'il y en a une / toute "sortie de survendu"
4: toute "entrée en suracheté" / 5: cours le plus haut après "entrée en suracheté" / 6: concordance/divergence s'il y en a une.

Annexes

A	LE COURS ET LE PRIX DE L'OR	29
B	LA NOTION D'INFLATION	30
C	OFFRE ET DEMANDE DE MÉTAUX PRÉCIEUX EN MARS 2020	32
D	OR PHYSIQUE ET APOCALYPSE MONÉTAIRE	33
E	LE CYCLE ÉCONOMIQUE	39
F	UN ARTICLE «AURIPHILANT»	45
G	REMARQUES SUR L'ANALYSE TECHNIQUE DES COURS	48
H	LA «RELIQUE BARBARE» DE J. M. KEYNES	50

ANNEXE A: LE COURS ET LE PRIX DE L'OR

Sur le cours de l'or, le site loretlargent.info résume ainsi la situation :

« La **cotation officielle de l'or** qui sert de référence mondiale est fixée deux fois par jour par la [London Bullion Market Association \(LBMA\)](http://www.lbma.org.uk), à 10h30 et à 15h.

Le cours de l'or spot désigne le **prix de l'or en temps réel**. Il est également appelé « prix au comptant ». Cette valeur de l'or est surtout employée par les vendeurs hors Bourse qui fixent eux-mêmes leurs prix. C'est pourquoi il existe plusieurs cours spot différents, voire autant que de vendeurs. Dans les faits, les cours spot sont rarement éloignés de la cotation de l'or établie par le fixing de Londres.

Le cours de l'or spot est utilisé par un vendeur pour procéder à un paiement et à une livraison dans l'immédiat. Ce prix au comptant concerne le **marché de gré à gré**, également appelé marché OTC (over the counter en anglais). C'est ce qui le différencie du prix à terme ou future prices : dans ce cas, les transactions sont effectuées à une date ultérieure. Le prix à terme est souvent plus élevé que le prix au comptant puisqu'il tient compte d'autres paramètres tels que le stockage de l'or. » ([ici](#))

(NB Les différences entre les cours spot et ceux du Fixing de Londres que l'on observe dans les graphiques historiques semblent souvent liées à des différences d'horaires.)

Le choix de l'article en français de la Wikipedia d'utiliser les cours du Globex ne témoigne donc pas d'une trop grande rigueur factuelle...

Un autre facteur entre en jeu dans le prix des métaux précieux au niveau de la vente au détail : la prime que le vendeur ajoute aux cours spot. Cette prime varie géographiquement ; elle reflète, mieux que le cours spot, le rapport de l'offre et de la demande dans le commerce au détail.

Un article de M. LEBOWITZ & J. SCOTT définit ainsi l'inflation :

« Most people, when asked to define inflation, would say 'rising prices' with no appreciation for the fact that price movements are an effect, not a cause. They are a symptom of monetary circumstances. Inflation defined is, in fact, **a disequilibrium between the amount of currency entering an economic system relative to the productive output of that same system.** » (« Jerome POWELL & The Fed's Great Betrayal », [ici](#), gras d'origine, soulignement mien)

Pourquoi l'effet (ou symptôme), phénomène observable, ne devrait-il pas être défini (comme inflation) avant d'en rechercher la (ou les) cause(s)? Parce que ces auteurs se situent dans un courant de pensée dogmatique qui croit expliquer les mouvements de prix par une seule cause (la masse monétaire) et qui, par ce changement de définition, veut imposer cette conception simpliste au lecteur.

Si la mesure de l'inflation comme mouvement(s) des prix est problématique, la mesure par la masse monétaire ne l'est pas moins: les tenants du courant « autrichien » contestent les mesures standard actuelles (M1, M2, M3) sans être d'accord entre eux sur la mesure à adopter... (Quant à la mesure du *productive output*, réservons cette difficulté pour un autre billet...) En fait, la position théorique des « autrichiens » sur la définition de l'inflation n'est elle-même que l'effet d'une angoisse vitale de l'hyperinflation, du souvenir obsédant de la catastrophe monétaire de la République de Weimar, revivifié par des expériences plus récentes (Zimbabwe...). Angoisse compréhensible, mais qui opère un effet de tunnel sur leur théorie de la monnaie, qui, en retour, les mènent sans cesse à des prévisions fausses sur les conséquences de l'injection par les banques centrales de liquidités dans les marchés. Toute baisse conséquente des taux d'intérêt, toute augmentation même provisoire des masses monétaires supérieure au taux de croissance, etc... est l'occasion de prévisions apocalyptiques sur le « debasement of money » et donc le « debasement of society ». L'expérience des trois dernières décennies de l'économie japonaise, avec ses tentatives répétées et inopérantes de sortir de la déflation par des plans de relance gigantesques et une dette publique pharamineuse, démontre que l'augmentation de la masse monétaire n'est pas une cause suffisante de l'inflation, que leur relation n'est pas de nature mécaniste. La conception « autrichienne » de l'inflation a induit des financiers connus à croire que les dettes japonaises conduiraient à l'hyperinflation et à la chute du yen et à essuyer des pertes considérables en spéculant contre le yen qui, envers et contre tout, reste l'une des monnaies de réserve. Certes sa chute peut encore arriver, mais trente années de résilience devraient donner à réfléchir...

Le second semestre de 2008 a été une Bérézina pour la conception de l'or comme refuge contre toute crise économique et monétaire, mais elle l'a été aussi pour la conception « autrichienne » de l'inflation selon laquelle les mesures prises alors par le Trésor américain et la Fed ne pouvaient entraîner qu'hyperinflation aux États-Unis et chute du dollar – ce qui ne s'est pas produit. Et chacune des opérations de *quantitative easing* des années suivantes a soulevé les mêmes protestations apocalyptiques et a été une même Bérézina pour cette conception.

Mais, aussi têtus soient-ils, les faits n'ont pas d'effet sur un dogme mécaniste et sur la « monocausite » ou le « monocausisme » (selon que l'on envisage ce phénomène comme une maladie du jugement ou comme une pièce d'idéologie au service d'intérêts particuliers).

Quand, en avril/mai 2020, les mêmes auteurs tentent de prédire l'avenir de l'inflation (« The Crosscurrents of In/De-Flation », [ici](#) et [ici](#)), ils reprennent d'abord cette définition, mais ne l'appliquent pas de façon conséquente: dans les deuxième, troisième et quatrième graphiques et leurs commentaires sur ces graphiques, le mot inflation signifie le mouvement des prix selon le CPI (Consumer Prices Index) et non selon leur définition. Par ailleurs, ils reprennent, pour la forme, une formule classique qui inclut le facteur vitesse de la monnaie ($PQ=MV$), mais (1) ne présentent aucun graphique de cette vitesse, (2) n'appliquent nulle part cette formule et (3) se contentent d'affirmer:

« We know the money supply is soaring, but at the same time, the velocity of money and economic output are plummeting. **The destruction of monetary velocity is offset-ting inflationary pressures.**

Someday soon, consumers and corporations will spend again, causing monetary velocity to pick up. » (gras d'origine)

Ils semblent, benoîtement (?), considérer que la vélocité sera suffisamment corrélée avec la future reprise économique pour avoir un impact sur l'inflation. Rien n'est moins sûr. L'évolution de la vélocité du dollar ([ici](#)) pose un problème majeur aux « économistes autrichiens » (à d'autres aussi d'ailleurs) qui bien souvent préfèrent ignorer l'existence de ce facteur.

Enfin, sur les cinq épisodes de forte hausse des prix comparables aux données de la masse monétaire M2, il n'y en a que deux en corrélation. « Looking at the others, however, the correlation between M2 growth and inflation is not as evident » – un euphémisme!

Pour finir, oubliant que l'inflation serait due selon eux à une trop grande augmentation relative de la masse monétaire, nos deux auteurs nous offrent une perle due aux fantasmes victoriens du courant « autrichien » :

« The impetus for inflation during each instance is unique to that period. For example, inflation of the early late 1960s and the 1970s was, in part, the result of oil embargos, the emergence of the baby boomer generation, the Vietnam War, and the sexual revolution. »

[Mais si voyons, à cause du prix des condoms... même en calcul hédonistique!]

(en préparation pour la version B)

Depuis le tout début de la baisse des marchés des actions et de la pandémie coronavirusienne défilent quotidiennement dans les colonnes de Zero Hedge des textes des prophètes de l'Apocalypse monétaire et du retour du Gold Standard, tels que Peter SCHIFF, James RICKARDS, Alasdair MACLEOD, entre autres. C'est une littérature prolifique, surabondante, redondante. C'est une lecture réjouissante. Ci-après un petit florilège.

Commençons par Peter SCHIFF et son site de vente de métaux précieux Schiff.com. Le 25 février 2020, alors que les actions baissent et les obligations montent, ce site présente une vidéo où P. SCHIFF insiste sur le fait que les investisseurs en obligations font l'erreur d'ignorer le risque d'inflation et que le seul *real safe-have* est l'or. La veille, l'or a touché un plus haut, mais les actions d'entreprises de ce secteur sont déjà en berne. Sa réaction est typiquement celle des « dogmeux » de l'or-refuge-en-toute-crise :

« During the day on Monday [=24 février], the yellow metal surged as high as \$1,690. But gold stocks continued to lag and there was some selling early in the day even as physical gold was rallying. Peter said this is another indication that this is an « unloved bull market ». » (« The Real Safe-Haven Money Is Going Into Gold », [ici](#))

Rhétorique adorable! Et il s'enferme :

« Nobody is looking for a reason to buy. Everybody wants to sell. People don't believe this gold rally. We keep on making new high, after new high, after new high, yet nobody wants to come on and recommend gold or recommend these gold stocks. »

Le « marché » est « parfait » et « préscent », mais, hélas, manipulé, donc le « marchéiste » est super-parfait et ultra-omniscient... et ne voit pas que si une partie du résultat des ventes d'actions (et produits dérivés associés) se reconvertit en obligations, une autre partie est conservée en liquide (ou en fonds monétaires) et que dans le crash qui commence, contre sa croyance plus dure que son or, c'est le dollar qui va monter et l'or qui va descendre. Le 31 mars suivant, le site présente ainsi une autre vidéo de P. SCHIFF :

« The evil Empire has the ultimate weapon – the printing press. This diabolical machine is capable of bringing death to the dollar and destroying the entire economy. Watch the drama unfold as Peter SCHIFF and his rag-tag band of Austrian School economists fights the evil empire and tries to save the Republic from the Keynesian menace.

President Trump's chief economic advisor. Larry KUDLOW. used to worry about the Federal Reserve's monetary policy. As a talk show host, KUDLOW was concerned that quantitative easing, money-printing and zero percent interest rates were a mistake. He worried that the US would become the next Argentina. But that was a long time ago in a galaxy far far away.

Now he's gone over to the dark side. » (« Currency Wars: The Rise of Hyperinflation (Video) », [ici](#))

Etc. etc.

*

James RICKARDS est l'un des prophètes qui annoncent plusieurs fois par an une crise économique définitive, radicale, qui détruira économies et sociétés par une hyperinflation en mode Weimar, mais à l'échelle planétaire. Par exemple, le 23 mai 2017, il publiait un article au titre tout à fait représentatif : « The Bubble That Could Break The World » ([ici](#), republié le 16 janvier 2018, [ici](#)), précédé de l'annonce de son livre *The Road to Ruin: The Global Elites' Secret Plan for the Next Financial Crisis*, dont le titre donne le ton. Quand le 28 février dernier, la correction boursière commence et l'or perd 3,3% en dollar, RICKARDS, en omettant de donner la raison spécifique de la hausse du prix de l'or après l'abandon de la convertibilité du dollar en or, prophétise ([ici](#)) :

« Gold moved from \$35 per ounce in August 1971 to \$800 per ounce in January 1980. That's a 2,200% gain in less than nine years. We're in the early stages of a similar super-spike that could take gold to \$10,000 per ounce or higher. »

Avec une différence importante: cette fois,

« Gold will be in such short supply that only the central banks, giant hedge funds and billionaires will be able to get their hands on any. The mint and your local dealer will be sold out. That physical scarcity will make the price super-spike even more extreme than in 1980. The time to buy gold is now, before the price spikes and before supplies dry up. »

Donc,

« The time to buy gold is now, before the price spikes and before supplies dry up. The current price decline gives you an ideal opportunity to buy gold at a bargain basement price. »

Un diagnostic infaillible, mais le cours de l'or perdit encore 9% dans les semaines suivantes.

*

Le cas du site Goldmoney.com est un peu plus subtil. Sa présentation graphique est très bon chic bon genre. Ses textes de présentation ne sont pas apocalyptiques. Mais sa section « Research » héberge des textes d'Alasdair MACLEOD aussi débridés que ceux de Peter SCHIFF ou James RICKARDS. Par exemple, in « A primer for gold newbies » ([ici](#)):

« It is not just the financially inexperienced, but investment managers and financial advisors are equally unaware of what is happening to money and capital markets. We are in the early stages of a radical debasement of state-issued currencies which is on course to collapse the entire financial system. []

Now that we can anticipate the final destruction of contemporary fiat currencies, we must consider their replacement and how it comes about. []

A few governments are in a position to back their currencies with gold, freely convertible at the choice of the user at a fixed rate. These include Russia, which has been accumulating gold and dumping dollars in recent years. China, where there is compelling evidence that the state has accumulated significant undeclared bullion, and now that an estimated 17,000 tonnes are in private ownership, could also adopt a gold standard, along with a few other Asian nations. But a gold standard also requires the elimination of government spending deficits, which Russia, China and a few Asian nations could achieve. []

Western nations will find it far more difficult to adjust to a gold standard, having mandated welfare commitments that require continuing currency debasement in order to pay for them. []

[] liquidity problems in hard-hit economies are mounting. And it is not just the coronavirus; nearly five months before the virus hit Western financial markets the Fed was having to inject liquidity into the US banking system in record amounts through the repo market.

Looking at historical comparisons of our current set of circumstances we find that the Mississippi bubble of 1720 in France appears to be a reasonable template for the current situation. []

[] physical gold and silver [] are the only sound money, a safe refuge for ordinary people, being incorruptible by governments. And as their prices rise towards infinity, it will be entirely a reflection of the end of the current fiat money regime. »

Voilà qui est redoutable, mais à la fin de la pandémie actuelle, la situation économique et financière des pays occidentaux ressemblera peu à celle de la France de 1720, pays agricole ruiné par les guerres de Louis XIV, ou de la République de Weimar de 1923: pertes humaines et territoriales de la guerre, occupation partielle par des troupes étrangères, grèves générales et mouvements insurrectionnels répétés et opposés... De tous les contextes, les « économistes autrichiens » isolent un repoussoir magique, « la planche à billets »...[36]

Au passage, le lecteur aura sûrement remarqué la combinaison d'un aspect populiste, pseudo anti-élite (« a safe refuge for ordinary people... ») et du rejet des « acquis sociaux », qui est omniprésente dans le courant des « économistes autrichiens ».

Comme le cours de l'or ne monte pas aussi vite qu'il le devrait selon sa théorie, MACLEOD s'impatiente et, dans une vidéo, endosse le rôle du millénariste :

« If our end point is the purchasing power of the dollar goes to zero, then you can see \$1,800 for the price of gold and \$19 for the price of silver is chicken crap compared to where it's going to go. So, this is a major, major move that is happening, not because they are buying gold and silver so much, but because people are beginning to realize what is happening to the purchasing power of the dollar, pound, euro and so on and so forth. [] I think the dollar will be destroyed by year end, and the price of gold and silver is infinity... » ([ici](#))

Ce « calcul » n'est pas seulement fantaisiste; il est contraire à une autre de ses affirmations dans cette vidéo :

« That is the lesson of history. Everything just goes away. If you destroy the currency, you destroy all the financial assets that are priced in it. »

donc aussi l'or qui est l'un de ces actifs ! Il est vrai que pour lui, c'est aussi autre chose...

D'ailleurs, si le pouvoir d'achat des dollar, livre sterling, euro etc. devenait égal à zéro, il n'y aurait plus personne qui pourrait lui acheter son petit tas d'or : il ne vaudrait donc plus rien ! Ce qui sera très cher, ce sera le peu d'aliments disponibles... L'offre et la demande, c'est dur à apprendre.

Il est conseillé de faire plus ample connaissance avec ce cireur d'or en visionnant la vidéo où il annonce la fin du dollar (et de la livre sterling et de l'euro...) « by year end » et, d'abord « within one or two months », du COMEX, des banques etc.) ([ici](#)) : s'il a raison, des centaines de millions de Terriens se retrouveront totalement ruinés dans quelques mois et, pendant que l'interviewer s'en désole, lui... ça le rend jouasse ! mais jouasse ! tout jouasse ! L'humour anglais, ça vaut de l'or !

Finalement, l'expiration des futures à la fin juillet a donné lieu à une livraison importante d'or physique, mais à aucun des incidents prédits par MACLEOD. Les millénaristes manquent rarement d'aplomb : le 6 août, ce dernier reporte sa prédiction sur le marché de l'or de Londres :

« An awful lot of gold bulls are going to be disappointed when their unallocated bullion bank holdings turn to dust in the coming months – perhaps it's a matter of a few weeks, perhaps only days – and synthetic ETFs will also blow up. » ([ici](#))

Partie remise. De plus, les opérations à Londres sont tellement secrètes qu'il peut donner libre cours à son complotisme. Mais, ce faisant, MACLEOD donne une indication intéressante :

« Comex open interest peaked in January, when the gold contract was being overwhelmed by global demand. Never before had open interest been this high... »

La spéculation sur l'or n'est donc pas la conséquence des mesures prises par les autorités financières suite à la pandémie : elle avait commencé bien avant... (le graphique donné par MACLEOD est plus éloquent que toutes ses suppositions).

nombre de Terriens, le résultat est à peu près cinq grammes par tête; si toutes les réserves estimées par le World Gold Council sont ajoutées, on arrive à environ quinze grammes. Comment dès lors prétendre que l'or est encore une monnaie mondiale?

D'autant que les tenants du rétablissement du bimétallisme sont le plus souvent aussi de fervents adeptes du « Multipliez-vous! »: Zero Hedge témoigne d'un véritable militantisme anti-Malthusien, anti-avortement etc. et les intégristes de l'ISIS, qui projetaient en 2014 de rétablir le dinar d'or et le dirham d'argent, ne sont sûrement pas des partisans du planning familial...[37]

À la trop grande rareté de l'or et de l'argent pour pouvoir fonctionner comme monnaie mondiale, l'issue pourrait être une variante moderne d'une société à la Platon: les plus riches auraient la monnaie en or, les moins riches celle en argent et les autres... recevraient la Dotation Inconditionnelle d'Autonomie préconisée par Un Projet de Décroissance ([ici](#)), c'est-à-dire un Revenu Universel de Base mais largement démonétisé: logé(e)s et nourri(e)s gratuitement, ils/elles n'auraient pas plus besoin de monnaie que... les esclaves; on leur accordera, dans un implant sous-cutané, quelques jetons de plaisance. [Hé quoi, ne peut-on déjà plus se moquer un peu?]

Cependant, A. MACLEOD rêve d'une autre solution:

« Gold and silver are reliable money, chosen by the people[38] as economic actors. The journey to their reinstatement will require the destruction of the unsound currency issued by the state, which is simply a distorting monopolist and therefore a distorter and destroyer of economic values. **Only then can gold and silver re-emerge as circulating money, or more practically, reliable and trusted paper and electronic substitutes for them.** Gold and silver are emblems of economic freedom, and while the transition will only be very reluctantly accepted by the state, a better monetary future will beckon. [] The function of government must be limited to making and administering criminal and contract law and protecting the realm, with strictly limited welfare provision. » (« The journey to monetary gold and silver », 12 mars 2020, [ici](#)) (les caractères gras sont miens)

Toutefois, le problème supposé résolu par l'effondrement des *fiat moneys* revient ainsi en force: « ... more practically, reliable and trusted paper and electronic substitutes for them.... », mais sans banques centrales (outils de l'interventionnisme étatique honni). Donc une sorte de retour à la situation des États-Unis entre 1830 et 1913, que les « autrichiens » présentent toujours comme un âge d'or alors que ce ne fut qu'un enchaînement de crises financières effroyables.

*

Pour observer la relation entre la théorie libertaro-autrichienne et sa pratique, le mieux est peut-être d'examiner le cas de BullionStar, vendeur d'or installé à Singapour.

Au matin du 17 mars, le site de BullionStar indiquait:

« Update 14 March 2020 – We regret that the BullionStar Gold Bar is sold out. Due to the unprecedented demand for physical precious metals in the last few weeks, our supplier is at full capacity with a delivery time of several months. » (soulignement mien).

Mais le 18 mars, pour le même produit, on lit:

« Update 17 march 2020 [17:49 SGT] -- A limited number of BullionStar Gold Bars in transit (less than 100 pieces) is available for ordering at the time of writing. »

Et le soir du même jour, le fondateur de BullionStar publie un post de blog, intitulé « The Window to Purchase Precious Metals with Fiat Currency is Closing » ([ici](#)) qui contient le conseil suivant:

« I would strongly recommend everyone to value and count their physical precious metals in weight i.e. in grams or troy ounces, not in fiat currency. »

C'est sûrement réconfortant quand le prix de l'or baisse! Mais il y a une raison plus profonde:

« As I write this, our debt based monetary system where money is created out of thin air as debt, is imploding. We are facing a strong hyperdeflationary pressure and governments have already started to, by all means available, monetise credit with newly created base money/cash. When people realise that the governments will not be able to bail everyone out like in 2008, confidence will evaporate quickly with resultant hyperinflation. »

Dès maintenant,

« There is a disconnect between on the one hand, the COMEX futures and London spot OTC market and on the other hand, the physical precious metals market. [] In a scenario where the paper spot market doesn't rally to balance physical demand and supply, physical precious metals will no longer be priced based on the spot market. Bullion dealers will stop pricing metals. Many have already done so by suspending the accepting of orders. »

Autrement dit, beaucoup de vendeurs d'or ne le vendraient plus parce que son prix actuel est trop bas. Mais rassurez-vous :

« At BullionStar, we are still accepting orders for precious metals settled in fiat currencies, and priced based on spot with a premium, but that is subject to change. »

Et :

« When physical precious metals are no longer quoted in fiat terms, it's too late to buy. »

Dans ce cas, il ne serait plus possible à l'acheteur de revendre et donc l'or ne serait plus une monnaie ! Car il sera alors LA monnaie, LA SEULE monnaie !

« **The gold price needs to be determined by the supply and demand for actual physical gold.** This transition is called Freegold. » (caractères gras d'origine)

Mais quel peut être le *gold price* s'il n'est plus fixé en *fiat money* ? Faudra-t-il le fixer en kilo de cuivre ou en baril de pétrole ?

En tous cas, s'il n'est plus commercialement responsable de vendre de l'or contre de la *fiat money*, pourquoi faire tant de publicité sur Zero Hedge ? Par exemple : les « articles » (explicitement « Submitted by BullionStar »), du 14 mars 2020 intitulé « Price Of Physical Gold Decouples From Paper Gold » ([ici](#)) et du 18 mars 2020 intitulé « Visualizing Central Bank Gold Buying And Gold Repatriation » ([ici](#)). Bien sûr, BullionStar n'a pas menti et, dans sa fébrilité commerciale, le premier petit complotiste venu aurait tort de voir le signe de la nécessité d'écouler un stock acheté au mauvais moment par auriphilie dogmatique quoique mercantile. Pourtant, il me reste un doute : BullionStar met à la même enseigne de l'« or papier » le COMEX de New York et le Fixing de Londres (dont il applique le *spot price* en y ajoutant une commission d'environ 9%, le 17 mars du moins) : le Fixing de Londres ne concerne-t-il pas encore le *spot price* de l'or physique entre banques comme il l'a toujours fait avant l'introduction des *futures* et des *FNB* ? D'ailleurs, pourquoi considérer le cours du COMEX comme purement celui de l'« or papier » puisqu'il concerne le cours de l'or physique à terme et qu'une partie de ses transactions – en général faible, mais quelle importance ? – se clôt par une livraison physique ? C'est si vrai qu'en prévision de l'expiration de juin 2020, le COMEX a constitué un stock d'or supérieur à celui de la Banque Centrale Européenne, effectuant un transfert sans précédent de 550 tonnes en deux mois ([ici](#)). Le terme *paper gold* doit être réservé à d'autres produits dérivés que les futures.

Revenons à l'une des citations ci-dessus :

« When physical precious metals are no longer quoted in fiat terms, it's too late to buy. »

Dans ce texte, BullionStar oublie qu'il accepte les paiements en Bitcoin (depuis 2014, ce qui était indiqué le 17 mars 2020 dans l'entête de la page d'accueil du site, mais ne l'est plus au 20 mars), ce Bitcoin que les libertariens tendent à chérir comme une sorte d'or digital et dont le cours en *fiat money* est infiniment plus instable que celui de l'or. Contrairement à l'alarmisme ci-dessus de

BullionStar, il serait donc encore possible de leur acheter de l'or à un cours qui défiera toute statistique! D'autant que BullionStar accepte même d'autres monnaies virtuelles en principe moins stables encore... Ce brusque oubli de cette possibilité d'achat subsistant après la disparition des *fiat money*s relève-t-il d'une rhétorique commerciale hors gonds ou d'«isolo-analyte» aiguë?

(Prise d'écran le 20 mars 2020)

BULLIONSTAR
GOLD · SILVER · BARS · COINS

Search Product, Metal, Refinery etc.

Buy Gold & Silver | Sell Gold & Silver | Sell Gold Jewellery | Charts & Data | BullionStar Research | Vault Storage | Retail Shop

Buy Gold with Bitcoin

Bitcoin | Bitcoin Cash | Litecoin | Ethereum

Largest, Oldest & Longest-Standing Crypto Bullion Dealer - Bitcoin Accepted since May 2014

Buy, Sell or Trade Bullion with Cryptocurrency

Buy Gold & Silver with Crypto
Buy, trade and store gold and silver with bitcoin and other cryptocurrencies. We accept Bitcoin, Ethereum, Bitcoin Cash and Litecoin. Simply select your desired cryptocurrency, add your preferred items to the cart and go to the checkout. [See our step-by-step guide to buy bullion with cryptocurrency.](#)

Singapore & New Zealand Vault Storage
Secure vault storage with full online control. Sell your stored bullion for settlement in BTC/ETH /BCH/LTC at anytime. Full direct legal ownership. Full insurance coverage. 5 different audit methods. View pictures of your bullion. [Read more about Vault Storage.](#)

Avec un peu d'humour anglais, l'agit-prop auriphile donne ceci :



*L'or est-il
toujours
un refuge?*

Sur la notion de cycle économique (à distinguer de celle de cycle boursier[38]), la Wikipedia en français ([ici](#)) est utile, mais l'article en anglais (« *Business cycle* », [ici](#)) fournit des compléments importants (sa partie titrée « Occurrence » est toutefois plus idéologique que factuelle). Sur la différence entre crises économiques et crises financières, des remarques de Clément JUGLAR de 1892 ([ici](#)) sont intéressantes (il nommait les premières « crises commerciales »). Le « cycle JUGLAR » intègre cycle économique et cycle boursier en un seul mais distingue les crises commerciales (industrielles + boursières) qui se produisent en fin de cycle économique des crises financières qui peuvent se produire au cours du cycle économique sans pouvoir l'interrompre (voir [ici](#)). Cette intégration des cycles économique et boursier n'allait pas de soi de son temps où l'économie était encore très agricole et artisanale. Par contre, la distinction entre crise économique et crise financière tend à s'estomper après la seconde guerre mondiale en raison de la régulation croissante par les banques centrales et de la financiarisation explosive de l'économie.

Sur la question du cycle économique, la « science économique officielle » est un Janus. Du côté académique, le courant néo-classique, maintenant très largement majoritaire, affirme que l'économie de marché est un système en équilibre et que les crises sont (1) dues à des chocs exogènes et (2) donc imprévisibles (vision très largement répandue dans la presse). Du côté des banques centrales par contre, il est bel et bien tenu compte de l'existence du cycle économique et de certains indicateurs qui annoncent avec une grande fiabilité la venue d'une récession dans les 6 à 24 mois (ce qui s'avère de publications certes accessibles au public, mais tout de même plutôt confidentielles. Évitant une critique possible de double langage, ces publications sont pourvues de mentions telles que « Opinions expressed in FRBSF Economic Letter do not necessarily reflect the views of the management of the Federal Reserve Bank of San Francisco or of the Board of Governors of the Federal Reserve System. ») Voyez l'une de ces publications de la Fed de San Francisco du 5 mars 2018 (étude qui confirme la valeur prédictive de l'évolution de l'écart entre le taux d'intérêt à 10 ans et celui à 1 an) signalée ci-après en note [20]; et lisez là toute la citation, ici écourtée: « The economy has been in an expansion for an extended time []. **The reliable empirical pattern documented above suggests** etc... » (les caractères gras sont miens).

La notion de cycle économique qui est utilisée dans notre texte est proche de la partie factuelle de la conception de Clément JUGLAR, plutôt que de l'une des diverses conceptions associées après lui à ce qui est dénommé couramment « cycle Juglar ». Les notices de la Wikipedia en français « Clément JUGLAR » ([ici](#)) et « Cycle JUGLAR » ([ici](#)), en anglais ([ici](#) et [ici](#)) et en allemand ([ici](#)) ne rendent pas justice à ses publications. La meilleure bibliographie se trouve, à ma connaissance, dans les actes publiés en 2009 dans la *Revue européenne des sciences sociales*, XLVII-143 ([ici](#), quand je renvoie à cette publication, j'utilise la pagination de la version imprimée que l'on trouve dans la version en PDF et non la numérotation des paragraphes de la version en ligne) du Colloque Clément JUGLAR (1819-1905) du 2 décembre 2005. Le site Gallica.fr n'offre pas accès à tous ces textes, car les périodiques dans lesquels beaucoup ont été publiés ne sont pas encore complètement numérisés. Pour commencer, je signale le résumé de 13 pages, intitulé « Crises commerciales », que JUGLAR fit pour le *Dictionnaire général de la politique* par Maurice BLOCK de 1863 ([ici](#)) de son ouvrage de 1862.

Ce résumé de 1863 offre une excellente introduction aux travaux de JUGLAR. Il y fait beaucoup plus que signaler la répétition d'un cycle économique de 7 à 10 ans: médecin avant d'être économiste, il effectue, des crises survenues de 1804 à 1861 dans les pays « développés » d'alors, une véritable étude clinique, épidémiologique etc.: symptômes, phases, durées, causes, conséquences, remèdes éventuels... en étudiant les bilans des banques et bien d'autres statistiques déjà disponibles à cette époque. JUGLAR ne se veut pas théoricien: il trouve que les faits parlent d'eux-mêmes et il en collecte le maximum, y compris ceux qu'il ne peut expliquer. Sa terminologie « flotte » quelque peu (voir ci-dessous sur l'expression « temps d'arrêt »), mais il rassemble sur les cycles économiques tous les facteurs vraisemblables déjà évoqués par les auteurs qui l'ont précédé: la technique et la modernisation de l'appareil productif (« la puissance des engins », p. 2, col. 1), la concurrence (p. 2, col. 1), la spéculation et les « dépenses excessives » pour le luxe (p. 2, col. 1, p. 4, col. 2), la vitesse de circulation des équivalents en son temps du papier-monnaie actuel (p. 3, col. 1 et surtout p. 6, col. 1), etc., et surtout le crédit:

« Jadis, [] comme le crédit était presque inconnu, on ne rencontrait pas de ces suspensions terribles qui entraînent tout dans leur chute en rétablissant l'équilibre des prix par une réaction trop vive. La guerre, la disette, les épidémies étaient des fléaux très-puissants; aujourd'hui l'abus du crédit paraît l'emporter sur eux. En Angleterre, c'est surtout depuis son intervention que les crises se sont régularisées [=sont devenues régulières]. On comprend comment les affaires au comptant ne peuvent jamais les produire. » (p. 2, col. 1).

Point intéressant, si l'abus de crédit est devenu le facteur essentiel, c'est parce qu'il est lié à la mondialisation (déjà!) : c'est la conjonction de ces deux facteurs qui entraîne la surproduction :

« Autrefois, les affaires moins liées [i.e. entre les pays] ne s'engageaient pas sur une aussi grande échelle supportées par le crédit. On travaillait en vue du marché que l'on connaissait, dont les besoins étaient limités. Aujourd'hui c'est pour le monde entier qu'on opère, et quoique au premier aspect la demande semble devoir être illimitée, cependant il y a des moments où la production est insuffisante, d'autres où il y a engorgement, mévente... » (p. 2, col. 1)

Et c'est cette mévente qui entraîne le blocage de l'économie entraînant une liquidation brusque des créances. JUGLAR regroupe l'ensemble dans une critique du « productivisme » :

« Pour résumer en une seule proposition le résultat de nos études sur la matière, nous dirons que les crises sont la réaction naturelle de nos efforts en vue de l'augmentation de la production poussée à l'excès, et si les crises sont plus intenses de nos jours que dans les siècles derniers, c'est que nous disposons actuellement de moyens de production inconnus à nos pères. On devra donc s'habituer à l'idée du retour périodique de ces tourmentes qui, jusqu'ici du moins, paraissent une des conditions du développement de la grande industrie. » (p. 2, col. 2)

Ce facteur essentiel est renforcé par la spéculation, qui augmente le « chiffre d'affaires », qui :

« comparé aux années antérieures [], indique assez combien la spéculation est la cause de cette surexcitation factice du commerce. On peut donc craindre de voir les crises devenir de plus en plus graves avec le développement de l'industrie. » (p. 4, col. 2)

Constatant une très grande régularité des fluctuations du crédit, il en conclut que les crises sont prévisibles sur la base de deux statistiques :

« ... d'après l'examen seul des *escomptes* et du *prix des céréales*, sur une période de cinq à six années au moins, on peut se rendre compte de la *proximité* ou de l'*éloignement* d'une crise... » (p. 4, col. 1)

Un peu plus loin, il s'avère que la prise en compte des cours des céréales n'est pas nécessaire :

« Il y a donc une succession des périodes prospères, des crises et des liquidations. Il nous suffira de jeter un coup d'œil sur les comptes rendus annuels, mensuels et hebdomadaires des banques de France et d'Angleterre pour montrer qu'on peut en suivre le développement pas à pas, presque mois par mois, au moins d'une manière très-claire, année par année. Les chiffres parleront d'eux-mêmes avec plus d'éloquence que tout ce que nous pourrions ajouter. Ils nous diront si la crise est proche ou éloignée, et, une fois l'orage passé, nous feront sentir le moment de la reprise des affaires. » (p. 4, col. 1)

Quand JUGLAR résume sa conception, il s'en tient à un cycle en trois phases :

- « 1^o Période prospère, période de hausse des prix.
- 2^o Crise, arrêt de la hausse des prix.
- 3^o Période de liquidation, période de baisse des prix. » ([ici](#))

Mais le résumé de 1863 cité ci-dessus comporte un certain flottement d'une part entre un tel cycle et un autre en quatre phases et d'autre part entre les dénominations des phases du cycle. Par

exemple, à la page 3, la phase « Crises » (terme qui, dans cette partie du texte, englobe une période spéculative finale puis le blocage de l'économie) précède la phase « Liquidations », alors qu'en page 4 (col. 1), on lit : « Ce sont les liquidations qui produisent les crises, véritables pierres de touche de la valeur des maisons de commerce. Toutes celles qui ont entrepris au delà de leurs moyens succombent... » Mais une critique formaliste n'est pas de mise dans le traitement des textes de JUGLAR, car elle occulte des perles factuelles comme celle-ci :

« Le développement de l'escompte suit une marche régulièrement ascensionnelle pendant un certain nombre d'années, six à sept ordinairement, pour arriver à un degré triple ou quadruple du point de départ; alors il s'arrête, présente un état de stagnation pendant une ou deux années, se relève et atteint souvent un chiffre énorme au moment où une crise éclate. » (p. 3, col. 2; je souligne)

et le tableau qui suit ce passage (au bas de la p. 3) insère une phase « Temps d'arrêt »^[39] entre la phase « Années prospères » et la phase « Crises », ce qui donne un cycle de quatre phases; en outre, les chiffres du tableau indique plus qu'un « Temps d'arrêt » : un léger repli. Cela ne fait-il pas penser aux années 1998, 2006 et 2018 ? Les temps ont bien changé par la création de la banque centrale états-uniennes en 1913 et un interventionnisme plus massif des banques centrales sur les taux d'intérêts (jusqu'à une période récente uniquement sur les taux à court terme). Et pourtant ! Ne peut-on faire un rapprochement entre d'une part ce repli du crédit avant son explosion dans la période spéculative indiquée par JUGLAR et d'autre part le phénomène de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt intervenant avant les quelques trimestres précédant le début des récessions ?

Je fais l'hypothèse que la réduction progressive de l'écart des taux d'intérêt entre long et court termes jusqu'à l'inversion est l'équivalent du « Temps d'arrêt » de JUGLAR : un double resserrement des conditions du crédit aux entreprises par une hausse des taux à court terme de la banque centrale et par une rotation des placements quittant les actions pour se porter sur les obligations d'État à long terme. Or la récession ne commence pas au moment de l'inversion des taux mais quelques trimestres plus tard : pour annuler l'inversion, la banque centrale est contrainte de baisser les taux à court terme, entraînant ce faisant la bouffée spéculative précédant le blocage de l'économie par la mévente, la « crise » selon JUGLAR, avant la brutale liquidation.

Un texte de JUGLAR tend à conforter cette hypothèse, publié dans le *Journal des économistes* en juillet 1891 ([ici](#)). Le compte rendu de la séance du 6 juillet 1891 de la Société d'économie politique fait état d'une discussion sur « Le ralentissement actuel des affaires est-il le début d'une liquidation ou un simple arrêt dans la période prospère ? », thème proposé par JUGLAR qui présente un rapport truffé de statistiques sur le ralentissement en question en le comparant au cycle précédent (crise en 1882, liquidation longue en 1882-'86); le clou est aux pages 114-'17 et se résume à ceci :

« Les mouvements des bilans de la Banque se présentent, sauf pour la réserve métallique à l'époque actuelle dans les mêmes conditions qu'aux époques antérieures soit pour la période de liquidation soit pour la période prospère. La période de liquidation a été un peu longue jusqu'en 1886, la période prospère n'est encore que dans sa cinquième année, si les crises se renouvellent comme par le passé tous les dix ans, nous avons encore devant nous dix-huit mois à deux ans. []

Si, fidèle à l'observation, nous nous reportons à ce qui s'est passé avant 1882, nous voyons que le même arrêt s'est produit à la veille de la crise en 1880, et n'a pas empêché le mouvement de hausse de reprendre son cours en 1881. [] Il ne faut pas oublier que nous sommes dans la période prospère, le portefeuille de la Banque [de France] n'est pas engorgé, la réserve métallique est intacte [] Le taux de l'escompte officiel est aussi bas que possible, plus bas même en dehors de la Banque []. Le capital disponible n'est pas encore absorbé. Quant au crédit on n'en a pas abusé, nous en avons la preuve dans le portefeuille de la Banque de France, et, même en dehors, dans le nombre et la valeur du papier timbré vendu par l'administration, pour les effets de commerce. La valeur représentée par ce papier s'élevait à 30 milliards en 1882 (crise) s'abaissait à 26 milliards en 1886 (liquidation) et ne dépasse pas 28 milliards en 1890. Il y a encore une marge de deux milliards pour atteindre la somme notée en 1882; cette somme sera dépassée, et tant

qu'elle n'aura pas été touchée nous ne serons pas encore à la veille de la crise [].

Nous allons donc avoir en 1893, dit M. de Molinari, une sorte de Terreur financière?...

Non, réplique M. JUGLAR, mais bien une « liquidation ». » (soulignements miens)

Notons la prudence théorique de JUGLAR dans le premier passage souligné: « Si les crises se renouvellent comme par le passé... » – l'observation des faits ne s'arrête pas aux premières conclusions obtenues. Très intéressant aussi, le deuxième passage souligné n'indique-t-il pas le phénomène indiqué de nos jours par le terme d'inversion de la courbe des taux d'intérêt?

Dans son exposé du 5 janvier 1893 à la Société d'économie politique sur le thème « Y a-t-il loi ou accident dans la périodicité des crises? », JUGLAR revient sur cette sous-phase « temps d'arrêt » dans la phase de l'expansion:

« Si la période prospère si brillante jusque-là, n'a pu continuer sa marche en avant, elle n'a du moins fait que marquer le pas avec un léger recul qui ne ressemble en rien au début de la liquidation d'une crise.[] Il faudra bien cependant que ce capital en quête de placement s'immobilise; à la moindre embellie, il se jettera sur les valeurs dans les plus hauts cours... » ([ici](#))

Nous reviendrons plus loin sur le troisième passage souligné, mais remarquons d'abord que JUGLAR a aussi observé des liquidations incomplètes qu'il mentionne au moins dès son résumé de 1863 (sans doute déjà dans son livre de 1862):

« La dépression du portefeuille [des banques] indique bien si la liquidation a été radicale et profonde, et dans ce cas on peut promettre une reprise active et durable des affaires. Si, au contraire, il n'y a qu'un temps d'arrêt, une légère diminution des escomptes, une demi-liquidation en un mot, on se relève un peu, mais pour retomber bientôt. » (p. 8, col. 1)(soulignement mien)

Dans quelle mesure un tel phénomène de « demi-liquidation » n'est-il pas ce qui s'est passé, mutatis mutandis, à plusieurs reprises depuis 1990 au Japon et depuis 2003 en « Occident », expliquant des taux de croissance tendanciuellement plus bas que dans les périodes précédentes?

Si on veut absolument formaliser les phases indiquées par JUGLAR en tenant compte des citations mentionnées ci-dessus, on obtient ceci (les « sous-phases » qui n'apparaissent que dans certains cycles sont indiquées en gris):

EXPANSION	reprise des affaires & début de l'expansion pause (ou léger repli) & inversion de la courbe des taux d'intérêt poursuite de l'expansion
CRISE	l'expansion s'accélère en spéculation débridée blocage
LIQUIDATION	demi-liquidation petit rebond liquidation complète

En fait, c'est encore plus compliqué que cela, car JUGLAR insiste certes sur le rôle de la spéculation en fin de phase d'expansion (par ex. [ici](#)), mais il indique ailleurs que c'est par elle que commence cette phase (voir ci-dessus la citation en page 5).

Toujours est-il qu'en utilisant le schéma ci-dessus et en partant des *minima* et des *maxima* de l'indice de Wall Street donné pour cette période par ALFRED ([ici](#)), on obtient par exemple ceci pour l'économie états-unienne:

1877.06 22,9-- liquidation complète

1880.03 44,1+ expansion: début

1880.05 39,9-- expansion: petit repli

1881.06 54,9+ fin expansion/spéculation/blocage

1882.06 47,5-- demi-liquidation

1882.09	52,2+	petit rebond
1885.01	35,4--	liquidation complète [=--36% de 54,9]
.....		
1887.05	49,2 +	expansion: début
1890.12	38,3 --	expansion: petit repli
1892.08	47,0 +	fin expansion/.../blocage
1893.08	34,1--	demi-liquidation
1895.08	40,2+	petit rebond
1896.08	31,9--	liquidation complète [=--35% de 49,2]

Il manque une période de spéculation, une période est plus courte que la « normale » et une autre est plus longue, mais dans l'ensemble, n'est-ce pas tout de même plutôt satisfaisant? [40] Cependant, il est utile d'analyser tout ce qui s'écarte du schéma de base de JUGLAR. Commençons par le second passage que j'ai souligné dans l'avant-dernière citation ci-dessus: « ...cette somme sera dépassée... » Je n'ai pas accès aux chiffres qui pourraient confirmer ou infirmer cette prédiction; mais le *maximum* d'août 1892 à Wall Street est inférieur à celui de juin 1881. La prédiction de JUGLAR tient à sa croyance en un progrès en dents de scie de la société industrielle qui produit un *maximum* supérieur au précédent à chaque nouveau cycle. Un peu plus haut dans le même texte, il affirme:

« ... dans chaque crise le maximum précédent est toujours dépassé. » (p. 113)

Cette fois, cela ressemble à un dogme, mais c'est ce que Juglar avait observé jusqu'en 1892. Toutefois, sa conception du cycle peut se passer de cet élément théorique qui n'est plus corroboré par l'observation à partir de 1892 (aux États-Unis du moins).

Cette « erreur » de JUGLAR conduit à une explication de sa rigidité sur la durée des différentes phases du cycle. Car la durée totale des deux cycles décrits ci-dessus est « juglarienne », mais celles des phases ne le sont pas du tout: les phases d'expansion sont plus courtes et celles de liquidation sont plus longues (ce qu'il note d'ailleurs), jusqu'à quasiment annuler la grande dissymétrie observée généralement. Or ces deux cycles correspondent à une période de difficultés économiques. Nous aboutissons ainsi à une hypothèse qui pourrait compléter la conception juglarienne du cycle économique, en expliquant les durées relatives des phases expansion/liquidation par un facteur de conjoncture à plus long terme.

Quoiqu'il en soit, c'est à bon droit qu'en 1889, JUGLAR conclut l'introduction à la seconde édition de son livre sur les crises par ce satisfecit [41]:

« Cette étude porte déjà sur une longue période, puisque depuis 1856 il suffira de jeter un coup d'œil sur les articles publiés dans le *Journal des Économistes* et dans l'*Économiste français* pour constater que l'on peut reconnaître et signaler l'approche des crises et la reprise des affaires, c'est-à-dire la fin de la période prospère et de la période de liquidation; le moment de sortir des affaires dans les hauts prix et d'y entrer dans les bas prix; quoi de plus utile pour un industriel ou un négociant?

Bien plus, puisque les mouvements des échanges dominant tout le mécanisme social, on peut prévoir que partout et toujours l'état économique des populations, subissant les mêmes influences, sera entraîné dans le même sens. »

Il convient donc d'insister sur l'intérêt qu'il y a à (re)lire, sans préjugés théoriques, les textes de JUGLAR pour éviter divers non-sens sur le « cycle JUGLAR ». [42] [43] [44] [45]

Il est non moins évident que l'économie a évolué de la fin du XIX^e siècle et qu'une « observation des faits » comme l'effectua JUGLAR donnerait des résultats un peu différents. Nous proposons deux pistes:

1) JUGLAR ne voit qu'un cycle (à la fois industriel, commercial et boursier), mais sa conception est dominée par le cycle boursier avec sa crise et sa liquidation brutale qui introduisent une forte dissymétrie de durée entre la première phase du cycle et les deux dernières; en fait, avant la crise boursière se produisent des crises partielles dans certains secteurs d'activité qui s'expriment

d'abord de façon moins brutale. Par exemple, dans les dernières décennies, la mévente dans le secteur des voitures particulières neuves intervient souvent bien avant la fin du cycle économique et est d'abord tempérée par des ristournes sur le prix de catalogue qui augmentent progressivement pendant des mois. L'apparition de ces ristournes forme même un signal des difficultés générales à venir. Il y a donc déjà baisse de certains prix pendant la phase d'expansion...

2) l'or et/ou l'argent (selon les pays et les périodes) jouaient un rôle essentiel, en particulier lors des phases de liquidations qui a disparu depuis la fin de la Première Guerre Mondiale. Au XIX^e siècle, quand on doit « se liquider » (selon l'expression de JUGLAR), cela consiste à échanger ses « billets » contre du métal. La loi de l'offre et de la demande entraîne alors une baisse brutale de la valeur des « billets » relative au métal et une hausse symétrique de la valeur relative du métal. Actuellement, et aussi longtemps que la majorité des agents économiques feront confiance aux banques centrales, les liquidations se font en monnaies nationales et en tout premier lieu, en dollars états-uniens dont la valeur relative monte donc à chaque liquidation. Nos résultats sur les cours des métaux précieux dans la période récente correspondent donc, en tenant compte du changement d'époque, avec les conclusions de JUGLAR.

Un article d'Agnès LAMBERT paru récemment dans la rubrique Argent & placements du quotidien *Le Monde*, sous le titre « Assurance tout risque ou outil de diversification, l'or retrouve les faveurs des épargnants » ([ici](#)), requiert une analyse de texte.

Observons d'emblée que l'autrice part du principe de l'or-refuge-en-toute-crise et a choisi un excellent moment pour pouvoir défendre cette thèse. Pourtant, le présupposé la conduit à écrire ceci:

« Pour mémoire, la prime est la différence entre le prix de la pièce et sa valeur calculée en fonction de son poids en or. Elle s'établissait entre 3 et 5% en début d'année sur le Napoléon et atteint aujourd'hui 10%, contre 25% en 2011 au plus fort de la crise économique. » (je souligne)

Or, 2011 est l'année du dernier record de l'or en dollar (\$1921 en septembre) et pour défendre le demi-mythe de l'or-refuge, il est plus confortable d'affirmer que cette même année était celle du « plus fort de la crise économique » – pour rappel, les PIB des États-Unis, de la France etc. étaient négatifs en 2009, mais ni en 2010 ni en 2011. Le volume du commerce mondial est au plus bas en mai 2009 (index CPB : 83,8) et, en 2011, il oscille entre 103,7 et 105,9 à un niveau équivalent de celui de janvier 2008 (soit 104,4 – voir la base de données Excel du CPB : [ici](#)). La crise de l'euro (2011-'12) n'est pas la cause du record de l'or en dollar; à la rigueur, elle a participé aux causes du record de l'or en euro en 2012 (l'euro étant passé entretemps de 1,39\$ à 1,29\$).

Le biais étant clair, on peut prendre l'article par son début:

« Avec un cours de 54 500 euros à la mi-avril, le lingot d'or n'a jamais valu aussi cher. »

C'est la « cotation » indiquée pour le 16 avril par des sites comme [bdor.fr](#) ([ici](#)) ou [gold.fr](#) ([ici](#)), ce dernier étant celui du Comptoir national de l'or, dont le directeur est cité à la fin du paragraphe. Pour le même jour, ils indiquent 1795 euros pour le cours de l'once en lingotin. Le « cours spot » de l'once indiqué pour ce jour-là par [or.fr](#) est 1586 euros. Soit une différence de 13,2%, ce qui semble assez exceptionnel et il est difficile de savoir si elle est due à une offre réelle plus faible ou à une demande réelle plus forte (ou aux deux, ou à un petit coup de pouce spéculatif à un moment propice).^[46]

En tous cas, c'est par suite de cette différence, qui varie au jour le jour, que le record a été atteint le 16 avril 2020 pour la « cotation » du lingot d'un kilo et seulement le 15 mai suivant pour le « cours spot » de l'once. Ces deux dates sont symptomatiques:

- 1) ce 16 avril, les nouvelles économiques sont désastreuses (troisième jeudi où les nouvelles demandes d'allocation chômage dépassent les 5 millions aux États-Unis, etc.) et le président de la Federal Bank of Minneapolis publie dans le *Financial Times* un article très alarmant ([ici](#)). Mais, les milieux financiers en concluant à une intervention massive des banques centrales, presque tous les cours montent: obligations, dollar, « cryptos », actions (sauf les plus petites, mais le Nasdaq 100 est à nouveau dans le vert pour le début de 2020 et c'est « the Dow's best week since 1938 »!) (voir [ici](#) pour les faits, non pour les explications!). Une fois de plus, il n'y a pas eu d'effet-ciseau entre or et actions;
- 2) ce 15 mai, presque les mêmes causes, presque les mêmes effets! Ce jour-là, la Fed publie son *Financial Stability Report May 2020* qui contient de longs développements alarmants, résumés ainsi:

« Since their lows in late March and early April, risky asset prices have risen and spreads have narrowed in key markets. **Asset prices remain vulnerable to significant price declines should the pandemic take an unexpected course, the economic fallout prove more adverse, or financial system strains reemerge.** » ([ici](#), p. 13, caractères gras d'origine)

Ce rapport est présenté après la clôture de Wall Street, mais n'a sans doute pas surpris les opérateurs boursiers. Cette fois, les « cryptos » baissent, ainsi que les actions, sauf le Nasdaq qui continue à monter (voir [ici](#) pour les faits, non pour...), mais or, dollar et obligations montent.

Reprenons le début de l'article :

« Avec un cours de 54 500 euros à la mi-avril, le lingot d'or n'a jamais valu aussi cher. [] le métal jaune a rempli son rôle de valeur refuge pendant la crise. Après avoir progressé depuis le début de l'année de 24% au plus fort du confinement, il affiche encore un gain de 11%.... »

Si on prend le « cours spot » en euros, la progression n'a été que de 17% au 16 avril et de 19% au 15 mai et il reste 13,5% au 17 juin (la veille de l'article) : cela peut paraître un beau résultat. Mais ce gain se rétrécit si on tient compte de la différence entre le prix d'achat et le prix de vente et autres frais (d'envoi ou de garde...) et, surtout, la focalisation sur une aussi courte période fait oublier deux choses importantes :

1) entre le point haut de l'or en euro le 27 septembre 2012 et le 17 juin 2020, le « cours spot » de l'or est passé de 1374 à 1536, soit un gain de 11,8%, c'est-à-dire guère plus que l'inflation officielle sur cette période [\[47\]](#) ; mais existe-t-il des auriphiles qui donnent foi aux taux d'inflation de l'INSEE ?

2) entre les deux mêmes dates, crise de mars incluse donc, le CAC 40 est passé de 3439 à 4996, soit un gain de 45% (auquel s'ajoutent les dividendes).

Donc, pendant quelque sept ans et demi, l'or en euro n'a joué aucun rôle positif pour son propriétaire. Et qui a acheté au 2 janvier pour revendre au 17 juin ?

Fait pas peu étonnant, l'article ajoute :

« Au-delà de la crise sanitaire, la tendance reste favorable pour les prochains mois »

en basant cette affirmation (doublement) imprudente sur les déclarations de ses seuls interlocuteurs auriphiles les plus optimistes et en omettant la position prudente, voire pessimiste, du site [oretargent.fr](#) d'AuCoffre.com ([ici](#) et [ici](#), où le graphique est plus pessimiste que le texte), vendeur d'or qui apparaît aussi dans l'article mais uniquement comme commanditaire d'un sondage qui pourrait paraître optimiste (voir ci-dessous) – le seul argument étant le niveau très bas, voire négatif, des taux d'intérêt réels. Mais ce n'est que l'un des nombreux facteurs qui influent sur le cours de l'or ; le facteur le plus significatif est sans doute l'évolution des marchés de l'or en Asie (transactions par les particuliers et par les banques centrales) et la crise économique qui sévit dans cette partie du globe n'incite pas à l'optimisme. Rappelons que lors de la crise précédente, les cours les plus bas de l'or et de l'argent furent notés quand les bourses de HongKong et Shanghai étaient au plus bas (fin octobre 2008), alors que les bourses occidentales ne le furent qu'en mars 2009.

La hausse récente des cours des actions et des métaux industriels et précieux fait beaucoup penser à celle de l'automne-hiver de 2008-'09 précédant le crash de 2009. L'avertissement de la Fed cité plus haut doit être pris très au sérieux. Un flot de faillites importantes commence seulement à arriver. Par ailleurs, La Fed a réduit sa balance depuis le 10 juin ([ici](#)), ce qui rappelle l'été 2018 et a incité des investisseurs qui ne sont pas baissiers de cœur à le devenir par raisons ([ici](#))... Une rechute des marchés comme en mars 2009 aurait sans doute le même effet de liquidation non seulement des actions mais aussi des métaux, y compris précieux... Et alors le sous-titre de l'article, « Le métal jaune s'envole de 12% depuis le 1^{er} janvier, démontrant ainsi sa capacité de protection contre la crise » (je souligne), apparaîtra pour ce qu'il est vraiment – en matière de placements financiers, que peut-on démontrer sur la base d'un semestre ?

Maintenant, reprenons au tout début. La fin du titre est : « ... l'or retrouve les faveurs des épargnants » ; et le texte affirme : « Les épargnants sont nombreux à s'intéresser au métal jaune ces dernières semaines : 7% des Français souhaitent désormais acheter de l'or pour épargner contre 1% avant la crise sanitaire, d'après un sondage OpinionWay pour AuCoffre.com [] l'or a retrouvé les faveurs des particuliers. »

Donc 7% des particuliers = « les épargnants sont nombreux » = « les épargnants », soit les glissements aggrégatifs habituels de la rhétorique publicitaire faisant appel à l'instinct grégaire *in optima forma*; autrement dit: « Tout le monde il en veut, alors, moutons, qu'attendez-vous pour faire comme les autres? Puisqu'on vous dit que ça va monter! » – *Le Monde* préviendra-t-il ses lecteurs quand ce sera le bon moment pour vendre?

Et pas un mot dans cet article sur le fait que l'argent-métal qui valait 31 euros l'once le 21 avril 2011 n'en valait plus que 16 le 17 juin 2020. Quant au platine, qui valait 1456 euros l'once le 18 février 2008 et seulement 731 le 17 juin 2020 ([ici](#))... Autrement dit, en matière de conservation du patrimoine (le point fort de la rhétorique des vendeurs de lingots et pièces assorties), les métaux précieux, c'est un peu farce et attrape-anxieux!

Remarquez, avec la conjonction du Covid-19 et d'une crise économique sévère qui était déjà sur le point d'éclater, tout est encore possible...

La même autrice avait déjà publié dans *Le Monde* en décembre 2012 ([ici](#)) un article affirmant: « ... la tendance reste haussière sur le long terme... ». L'once valait alors 1709\$; le 2 décembre 2015, elle valait 1052\$; et le jour de l'article évoqué ci-dessus, 1723\$. Visionnaire, Agnès LAMBERT!

À plus long terme, le cours peut d'ailleurs bien encore grimper très fort, non parce que l'or est un refuge, mais parce que les apprentis spéculateurs de maintenant ou les intelligents artificiels de demain passeront maîtres dans l'utilisation des produits dérivés des produits dérivés pendant que les mines produiront moins d'or à des coûts plus élevés, que la démographie chinoise sera encore en berne et que le dollar états-unien ne sera plus une monnaie de réserve. Oui, enfin, le medium en l'air... s'il y a du zèph'!

(Cette annexe a été écrite le 24 juin 2020.)

ANNEXE G: REMARQUES SUR L'ANALYSE TECHNIQUE DES COURS

L'analyse technique des cours de bourse n'est pas une discipline avec une théorie et une pratique unique et les différents intervenants dans ce domaine ont des intérêts économiques différents les uns des autres. C'est donc un terrain miné où la transparence n'est pas toujours au rendez-vous.

Une partie de ce domaine englobe des indicateurs assez divers qui sont censés donner des signaux d'achat et de vente. Pour montrer la complexité de leur maniement, un exemple m'a paru utile: j'ai choisi l'un des indicateurs les plus couramment utilisés: le RSI (Relative Strength Index) et j'ai mis en tableau son évolution relative au cours de l'or entre 2004 et mi-2016 (voir page 27).

L'article en français de la Wikipedia ([ici](#), au 4 juillet 2020) fait une remarque d'autant plus importante qu'elle est contre-intuitive: que le marché soit qualifié par cet indicateur de « suracheté » ou de « survendu » « ne veut pas dire acheter ou vendre systématiquement ». Ceci est tout à fait confirmé par le tableau. Mais l'article poursuit ainsi:

« Les divergences de niveaux sur l'indicateur RSI donnent des signaux puissants de retournement de tendance. Par ailleurs les divergences RSI font partie intégrante de nombreuses stratégies de trading et sont souvent très efficaces » (je souligne).

Il n'en dit pas plus et, pour le non-initié, cela reste sans doute assez sibyllin. Le tableau à la page 27 montre la difficulté à interpréter les divergences entre l'évolution du cours et l'évolution de l'indicateur. Si on part de l'idée que la divergence signale un retournement de tendance, le tableau montre que:

1) en ce qui concerne l'indication « survendu », les signaux donnés par les concordances/divergences sont tous corrects, sauf celui du 6 novembre 2014 (mais seulement sur le court terme) et 2) en ce qui concerne l'indication « suracheté », les signaux donnés par les concordances/divergences sont contradictoires:

. 7 sur 8 concordances indiquent une continuation de la hausse

. sur les 17 divergences, seules 6 indiquent un retournement à la baisse et 11 indiquent contre-intuitivement une continuation de la hausse après une baisse qui ne retrouve pas un niveau « survendu ». Une telle baisse intermédiaire peut être assez conséquente pour faire regretter de ne pas suivre l'avis du créateur de l'index, mais cet avis crée deux difficultés: (1) le risque de ne pas profiter de la suite de la hausse et (2) s'il y a baisse, à partir de quel niveau racheter avant l'indicateur « survendu » pour éviter de ne pas profiter d'une reprise de la hausse...

Si nous consultons l'article de la Wikipedia en anglais ([ici](#), au 4 juillet 2020), nous trouvons dans l'introduction une remarque imprudente: « The RSI provides signals that tell investors to buy when the security or currency is oversold and to sell when it is overbought » (sans la réserve émise dans l'article en français). Il attribue ensuite au créateur de l'index (J.W. WILDER) une opinion aussi tranchée. Puis, il attribue à A. CARDWELL une opinion presque contraire:

« CARDWELL noted that bearish divergence: 1) only occurs in uptrends, and 2) mostly leads to a brief correction instead of a reversal in trend. Therefore, bearish divergence is a sign confirming an uptrend. Similarly, bullish divergence is a sign confirming a downtrend » (je souligne la difficulté).

L'article ajoute une prise d'écran qui illustre cette citation, mais en ne montrant que le cas le plus fréquent... Nous avons donc ajouté ci-après une autre prise d'écran correspondant à l'une des périodes du tableau.

À droite de la prise d'écran, le cours a baissé jusqu'à 737 (le 11 septembre 2008), donc -27%.



Ce graphique montre, dans l'ordre chronologique :

- 1) une concordance qui contredit la citation de CARDWELL (« Bullish divergence is a sign confirming a downtrend »),
- 2) une divergence qui infirme la théorie de WILDER et confirme celle de CARDWELL,
- 3) une divergence qui confirme la théorie de WILDER et relève des exceptions dans la théorie de CARDWELL.

Pour résoudre la difficulté, CARDWELL développa une nouvelle théorie sur les signaux qui confirmeraient les renversements de tendance.

Mais, nous n'entrerons pas plus loin dans les détails. Il nous suffit de montrer la complexité de l'analyse technique quand elle est effectuée de manière sérieuse, car elle est souvent appliquée de façon tellement caricaturale qu'elle semble alors relever de la charlatanerie. Mais, quelque soit ce que l'on pense de la validité des analyses techniques, il ne faut pas perdre de vue qu'elles constituent un facteur non négligeable dans les décisions prises par de nombreux investisseurs, humains ou robots.

Notabene sur le tableau à la page 27 : le RSI y est calculé sur 14 jours, mais la plateforme utilisée pour construire ce tableau n'indique pas son mode de calcul (voir la remarque au début de cette annexe sur le manque de transparence dans ce domaine).

Les deux dates en rouge dans la première colonne signalent que le cours le plus bas a eu lieu après la sortie de la zone « survendu », ce qui arrive assez régulièrement.

L'utilisation de l'expression « relique barbare » dans les polémiques sur l'or est un parfait exemple des inepties auxquelles conduisent le besoin d'un argument d'autorité et la répétition de clichés sans contrôle des sources.

John Maynard KEYNES n'a jamais écrit « gold is a barbarous relic ». Sa phrase complète est :

« In truth, the gold standard is already a barbarous relic » (*A Tract on Monetary Reform*, Londres 1923, rééd. 1924, p. 172)

et la suite du texte ne laisse aucun doute sur ce qu'il entend par là : le système monétaire international antérieur à la Première Guerre Mondiale, fondé sur l'or comme étalon monétaire, ne subsiste qu'États-Unis, n'est donc plus international et il n'est ni possible ni souhaitable de tenter de le restaurer (ce que les conservateurs britanniques désiraient faire, au moins avec la livre sterling).

KEYNES ne souhaitait pas bannir l'or de l'économie, ni même des réserves des banques centrales : il précise qu'une éventuelle réforme du système monétaire ne doit pas léser les « gold producers » (p. 174, 184) ; sa position quant aux réserves d'or de la Bank of England paraît à première vue inconsistante (comparer p. 181-'82 et 184), mais elle n'implique pas que cette banque se sépare de son trésor de lingots.

KEYNES commence son livre en expliquant la nécessité pour le progrès économique de la stabilité des prix dans chaque pays et, s'il s'oppose à l'or comme étalon monétaire, c'est justement parce que son pouvoir d'achat n'est pas stable mais dépendant (1) de la production variable des mines d'or, (2) du cycle économique (p. 172) et (3) de l'existence du stock d'or accumulé par les autorités états-uniennes (p. 168-'69, 174-'75) ; car ce dernier est démesuré pour leur objectif de convertibilité du dollar et il leur permettrait de manipuler à leur guise la valeur de l'or et donc la valeur de toute monnaie liée à l'or selon une formule fixe (qui serait soi-disant *natural* alors qu'elle ne peut être qu'*artificial*, résultant d'une convention).

L'accent porté dans son livre sur la stabilité des prix et l'indépendance des banques centrales l'amène par ailleurs à faire les remarques suivantes :

« It would be rash in present circumstances to surrender our freedom of action to the Federal Reserve Board of the United States. We do not yet possess sufficient experience of its capacity to act in times of stress with courage and independence. The Federal Reserve Board is striving to free itself from the pressure of sectional interests; but we are not yet certain that it will wholly succeed. It is still liable to be overwhelmed by the impetuosity of a cheap money campaign. []

Therefore, since I regard the stability of prices, credit, and employment as of paramount importance, and since I feel no confidence that an old-fashioned gold standard will even give us the modicum of stability that it used to give, I reject the policy of restoring the gold standard on pre-war lines... » (p. 175-'76)

« The pioneer of price-stability as against exchange-stability, Professor Irving Fisher, advocated the former in the shape of his « compensated dollar », which was to be automatically adjusted by reference to an index number of prices without any play of judgement or discretion. [But:] If we wait until a price movement is actually afoot before applying remedial measures, we may be too late. « It is not the *past* rise in prices but the *future* rise that has to be counteracted. » [] It is characteristic of the impetuosity of the credit cycle that price movements tend to be cumulative, each movement promoting, up to a certain point, a further movement in the same direction. » (p. 187)

Ceux qui croient que KEYNES était un partisan de l'argent à bas prix devraient se souvenir de ces passages... Mais sur cent keynésiens et anti-keynésiens, combien ont lu ses textes ? [Question mal posée ! Il faut la commencer ainsi : Sur 10.000 keynésiens et anti-keynésiens, combien....]

Pour renforcer la stabilité monétaire internationale, KEYNES plaide d'ailleurs (p. 173-'74) pour une stabilisation du pouvoir d'achat de l'or par la collaboration des banques centrales (sujet de discussion récurrent entre ces banques).

*

Voici le paragraphe complet où apparaît la « relique barbare » (rééd. de 1924 de *A Tract on Monetary Reform*:

4 In truth, the gold standard is already a barbarous relic. All of us, from the Governor of the Bank of England downwards, are now primarily interested in

iv

ALTERNATIVE AIMS

173

preserving the stability of business, prices, and employment, and are not likely, when the choice is forced on us, deliberately to sacrifice these to the outworn dogma, which had its value once, of £3 : 17 : 10½ per ounce. Advocates of the ancient standard do not observe how remote it now is from the spirit and the requirements of the age. A regulated non-metallic standard has slipped in unnoticed. *It exists.* Whilst the economists dozed, the academic dream of a hundred years, doffing its cap and gown, clad in paper rags, has crept into the real world by means of the bad fairies—always so much more potent than the good—the wicked Ministers of Finance.

*

Les arguments écologiques contre l'orpaillage illégal et les projets miniers en Amazonie ([ici](#)) se suffisent à eux-mêmes. Ils n'auraient nul besoin d'un *Keynesianus dixit* en porte-à-faux historique.

NOTES

[1] De futurs épisodes d'hyperinflation ne sont pas a priori à exclure dans les « pays occidentaux », mais il convient de rappeler que l'usage de l'or n'y est plus aussi libre que par le passé et qu'il comporte aussi des risques : en 1933, les États-Uniens furent contraints de convertir leur or monétaire en dollars et de subir la dévaluation de 40% de ce dernier; lors de la crise économique de 1998, les Sud-Coréens furent fermement invités à faire don à l'État d'une partie de leur or, monétaire ou non; une nouvelle réglementation de l'Union européenne vient de contraindre une banque néerlandaise à fermer les comptes de ses clients libellés en poids d'or ([ici](#)); la multiforme « war on cash » menée depuis quelques années par certaines banques centrales et certains États recèle une menace supplémentaire, etc.

[2] Voir les livrets de SISMONDI de 1814 sur la « traite des nègres » et son article « De l'expédition contre Alger », dans *La Revue Encyclopédique* de mai 1830, disponible sur le site Gallica ([ici](#), [ici](#) et [ici](#)).

[3] Les mots inflation et déflation sont utilisés dans ce texte comme hausse ou baisse des prix des biens de consommation courante et non comme l'augmentation ou diminution d'une mesure de masse monétaire comme le conçoivent les économistes du courant dit « autrichien ». Voir l'Annexe sur la notion d'inflation.

[4] Cet article, consulté le 6 mars 2020, utilise les cours du Globex. J'utilise ceux du Gold Fixing London. Sur les différences, voir l'Annexe A sur le cours de l'or.

[5] « Alors que la consommation mondiale du précieux métal jaune a atteint en 2011 son plus haut niveau depuis 1997, avec plus de 4 000 tonnes, la consommation chinoise (770 tonnes) décolle » : il s'agit ici de la consommation des particuliers, à laquelle s'ajoute la hausse des achats de la banque centrale chinoise (« Achat d'or en Chine : « On est dans une logique d'État » », *Le Monde* du 20 février 2012, [ici](#)).

[6] L'idéologie marchéiste confère au marché certains des attributs que les théologies considèrent comme divins : le marché serait parfait et préscent, en l'occurrence les retournements du marché des actions après un record précèderaient les récessions d'un an ou plus. Le Tableau 4 (en page 25) montre qu'il n'en est rien. L'illusion de l'anticipation des récessions par les marchés tient (1) à la définition « consensuelle » de la notion de récession (deux trimestres de baisse du PIB) et (2) à l'écart entre les faits et l'annonce des résultats statistiques, ce qui fait 7 mois entre le début de la récession et le moment où elle est annoncée dans les médias : les bourses réagissent en temps réel alors que l'« opinion » n'est informée qu'en temps différé. [À ce moment-là, la récession est le plus souvent terminée : c'est bien ficelé ça!]

[7] Les ventes en question ne sont peut-être pas les plus déterminantes, car entre 1981 et 1998 les cours de l'or et du pétrole baissent de concert.

[8] Voir la série statistique « 30-Year Treasury Constant Maturity Rate (GS30) » ([ici](#)).

[9] À cette occasion, aux « autrichiens » se sont joints des économistes de tout autres horizons, comme Michael HUDSON qui déclare péremptoirement : « If it [=the Congress] tries this bailout, the only solution is hyperinflation, and the dollar will be turned into pesos, and there goes the whole economy – it's the end of an era. » ([ici](#)).

[10] Il est à noter que le fondateur de la Wikipedia se réclame de Ayn RAND et, en économie, de Friedrich A. von HAYEK et que la plupart des libertariens sont d'ardents partisans de l'or comme monnaie parce que sa valeur ne dépend pas selon eux des banques centrales et des États.

[11] Évitions le terme de « biais cognitif » : les recherches sur les phénomènes de ce type sont très intéressantes, mais ont transformé ce terme en un fourre-tout (voir l'article « Biais cognitif » de la Wikipedia).

[12] Suite aux interventions des banques centrales en mars et avril 2020, plus d'un marchéiste

considèrent que le marché des obligations est désormais aussi truqué que celui des actions. Le 27 avril, Zero Hedge ([ici](#)) formule le changement ainsi :

« Exactly one month ago, when commenting on the Fed's *unlimited QE*, we summarized Jerome Powell's unprecedented nationalization of what was formerly the world's deepest and most important market as follows: **« the Fed's takeover of bond markets (and soon all capital markets), means that any signaling function fixed income securities have historically conveyed, is now gone, probably for ever. »**

Now, with the mandatory cool down period to allow « objective contemplation », others are starting to admit that this was the right assessment. Here is Bloomberg's macro commentator Mark CUDMORE admitting that *« Interest Rates Are Past Their Sell-By Date as Guide. »* » (caractères gras d'origine)

Et Zero Hedge cite l'article en question *in extenso*. L'essentiel est ici :

« Long considered the purest macro instrument, **major bond markets are now among the most worthless of indicators.** [] Free markets are an endangered species. **Extraordinary monetary policy measures are now ordinary and bonds are the most distorted markets as a result.** It used to be that a 10 basis point move in U.S. 10-year yields indicated a major shift in market thinking. Now? **Who cares.** » (caractères gras d'origine)

Et voici le clou :

« Will stimulus solve the health crisis? Will financial market manipulation solve the real economic problems on Main Street? Does coronavirus infection provide you with subsequent immunity? When will a vaccine be widely available? Good luck working out the answers to these questions from anything 10-yr government bond yields tell you. »

Lecteur, auriez-vous jamais songé à tout ce que le changement de 1% du taux d'intérêt d'une obligation d'État à 10 ans pouvait, avant sa « nationalisation » par la Fed, vous révéler sur l'état du monde? Quant à moi, je suis ravi d'apprendre que la « science » économique a une branche secrète : la tauxomancie ! Et que les économistes « autrichiens » ont, grâce aux taux d'intérêt, un équivalent heuristique du fameux nez de parfumeur !

Notabene, le site Zero Hedge a presque tous les défauts de l'une des droites extrêmes états-uniennes, mais il donne accès gratuitement à des informations financières précises et à des textes intéressants à peu près jamais cités dans les grands journaux et sites d'information (voir [14] et [17]) ; il suffit de connaître les nombreux biais du site (« marchéisme », complotisme, alarmisme à tout propos exploitant toutes les angoisses possibles par des exagérations hyperboliques etc. etc.) pour pouvoir séparer le bon grain factuel du magma propagandiste...

[13] Personnellement, je ne pense pas que la baisse du taux signifiait une croyance en une déflation à venir : les ventes d'actions permettent à certains d'accumuler du cash pour racheter à moins cher, mais pour d'autres gestionnaires de fonds, il est obligatoire de ne pas dépasser un niveau de cash défini dans les statuts du fonds et le report le plus « naturel » se fait vers les obligations (et seulement vers l'or quand le risque inflatoire paraît vraiment trop grand). Ce report fait monter les cours des obligations ce qui, mécaniquement, entraîne une baisse des taux d'intérêts...

[14] Je réponds ici avec le sens courant du mot volatilité. Le « sens boursier » est différent. L'article de la Wikipedia en français (« Volatilité (finance) ») est assez confus et imprécis ce qui le conduit à des formulations contestables, par exemple celle-ci : « ... dans toutes les périodes de bulle spéculative, la volatilité a augmenté fortement ». Voici des faits récents (qui sont très représentatifs), l'indice VIX indiquant la volatilité du S&P 500 et l'indice VCAC celle du CAC 40 :

	S&P 500	VIX	CAC 40	VCAC
2020.02.19	3386	14	6111	14
2020.03.16		83		84
2020.03.18/23	2237	62	3755	65

Les chiffres verts indiquent les derniers records et les rouges les valeurs les plus basses des trois premiers mois de 2020 (sources: marketwatch.com et lesechos.fr).

Donc, aussi longtemps que les cours montent, la volatilité est très basse; elle ne grimpe que lorsque la bulle implose (le mode de calcul conduit à des résultats opposés sur une échelle allant de 0 à 100). Pour un article plus sérieux sur cette notion, voir l'article en anglais de la Wikipedia «Volatility (finance)», qui mentionne à bon escient que l'interprétation des chiffres des indices de volatilité est plutôt problématique; si la «peur» était aussi faible le 19 février, cela signifierait que les teneurs du marché des options américain ont été totalement surpris par la chute des cours les jours suivants... La seule leçon à tirer du VIX en 2008-'09 est que son plus haut a précédé d'environ quatre mois le plus bas de mars 2009. Un usage plus précis du VIX est décrit dans l'article «Here Is The One Indicator That Convinced BofA Another Market Crash Is Coming», 30 avril 2020, [ici](#), qui est un résumé par le site Zero Hedge d'une analyse du *derivatives group* de la Bank of America. L'article de Nicholas COLAS paru le 22 juillet 2020 sur Zero Hedge, intitulé «The VIX Will Tell Us If The S&P Is In A Bubble» ([ici](#)) fait sur la base de cet indice une prévision à surveiller. Un article du même jour de Michael LEBOWITZ & Jack SCOTT, «Volatility Is More Than A Number. It's Everything...» ([ici](#)), du point de vue de la *behavioral finance*, ajoute divers aspects et l'affirmation que la situation actuelle de la liquidité des marchés doit inciter les détenteurs d'actions à la prudence.

[15] Cet article ([ici](#)) n'est d'ailleurs pas vraiment meilleur sur le cuivre que sur l'or. Ainsi, sur la baisse du cours du cuivre, L. GIRARD résume ainsi:

«Depuis le début de l'année, la chute dépasse les 24%. Le cuivre est laminé par le coronavirus.»

Or:

- 1) la chute de janvier-février n'a rien à voir avec le coronavirus; elle n'est que la suite de la baisse commencée le 5 juin 2018. De cette date jusqu'à fin février 2020, date à laquelle les marchés commencent à prendre en compte le coronavirus, le cours du cuivre a déjà perdu 23%.
- 2) la chute du 5 juin 2018 au 20 mars 2020 est de 34%; mais du 31 janvier 2011 au 11 janvier 2016, le cours avait déjà chuté de 58% jusqu'à un cours de 1,94\$ la livre, inférieur de 11% à celui du 20 mars 2020 (2,17\$ la livre).

Le titre de l'article donne le ton: il s'agit de gommer le phénomène de la fin d'un cycle économique en élevant le coronavirus au niveau de seule cause de la crise et de conforter ainsi, au mépris des faits, la théorie économique (néo-)classique qui ne reconnaît aucune cause «endogène» aux crises économiques. [Autrement dit, le coronavirus y est exploité comme «cache-secte».]

Cette mascarade est d'autant plus évidente quand on prend en compte que lors de la crise précédente, le cours du cuivre était descendu bien plus bas encore (1,29\$ la livre le 22 décembre 2008, voir [ici](#)). Notons que le prix du cuivre est considéré comme l'un des meilleurs indicateurs de la conjoncture économique (les investisseurs anglo-saxons le surnomment Dr. Copper).

Dans un article plus récent (9 juin 2020), L. GIRARD récidive dans le journalisme sensationnel et sa manière impressionniste et a-historique de traiter le sujet des prix des matières premières. Elle ne se base que sur une source (le croisement des sources n'est apparemment plus de mise au *Monde*) qui affirmerait que les cours des matières premières «ont plongé de près de 40%, 42% plus précisément, de janvier à fin avril 2020». Or, selon les indices \$GYX et \$GKX, les métaux ont plongé de 20% et les matières premières agricoles de 14% entre le 1^{er} janvier et le 23 mars 2020

pour se redresser un peu depuis. Pire encore : au 23 mars 2020, selon le \$GYX, les cours des métaux étaient plus hauts (255) qu'au 12 janvier 2016 (236) et ceux des matières agricoles plus hauts (256) qu'au 13 mai 2019 (253). Les indices d'aggrégats étant toujours à prendre avec des pincettes, il est utile de remarquer que le prix du cuivre était plus haut le 23 mars 2020 (2,17\$ la livre) qu'au 11 janvier 2016 (1,98\$ la livre) et qu'il est remonté à 2,57 au 8 juin 2020 (veille de l'article de L. GIRARD). Les différences d'appréciation tiennent sans doute au poids relatif accordé aux prix des matières énergétiques dont la plongée n'est pas due au seul COVID-19. Le titre de l'article « Les matières premières ont beaucoup souffert de la crise économique due au COVID-19 » et son sous-titre (totalement faux sauf pour le pétrole) « De janvier à avril, les cours du brut ou des métaux ont plongé de 42%. Un véritable séisme à l'échelle planétaire. » (je souligne l'intention d'attribuer à cette crise une cause qui n'est qu'un facteur aggravant) sont d'ailleurs largement contredits par une citation dans l'article : « La tendance générale avant la crise était celle d'un déclin des prix sur des marchés presque tous marqués au coin de situations excédentaires aggravées par les craintes entretenues par l'éventualité d'un ralentissement chinois », affirme M. CHALMIN. Ainsi souligne-t-il : « L'effondrement le plus spectaculaire, celui du pétrole, a été provoqué à l'origine par les producteurs eux-mêmes et au premier chef par l'Arabie saoudite. Ce n'est que dans un deuxième temps que la consommation mondiale s'est effondrée. » » ([ici](#), je souligne) À la veille de l'article de L. GIRARD, le prix du pétrole a d'ailleurs remonté plus de la moitié de sa chute...

[16] Mon impression de la théorie des cycles de HURST est que les cours ne se pliant pas aux calculs effectués, ses tenants doivent régulièrement changer, après coup, la longueur de la phase de base ([ici](#)), soit : la montagne n'allant pas vers MAHOMET, MAHOMET va vers la montagne ! Ce glissement incessant me laisse perplexe. Il est défendu comme la « dynamic nature of cyclical analysis » ([ici](#)), mais cette expression est-elle autre chose qu'un euphémisme masquant le manque de prédictibilité ? Il n'est pas indifférent que le graphique le plus long présenté par RANDALL dans l'article mentionné dans le texte commence en 1975, soit après l'abandon de la convertibilité du dollar en or et la brusque hausse de rattrapage qui s'ensuivit. Un graphique sur la période 1933-1971 n'aurait livré que l'équivalent d'un encéphalogramme plat sans aucune valeur prédictive pour les années suivantes. Les cours ne sont pas de purs objets mathématiques ne subissant aucune influence des événements politiques, économiques... Et ce n'est peut-être pas non plus un hasard que les deux autres graphiques qu'il présente commencent bien plus tard, l'un en 2004 et l'autre en 2007... Deux vidéos de Sentient Traders sur YouTube illustrent tout à fait la difficulté. La première, du 9 avril 2020 ([ici](#)), propose deux scénarios pour la suite du cours du S&P 500 : le premier est qualifié de « le plus probable » et s'est avéré faux. La deuxième vidéo, du 3 juin suivant ([ici](#)), aborde honnêtement le problème des changements de longueur de phase et celui d'événements « fondamentaux » (par exemple, la pandémie) dont l'influence sur l'évolution des cours est plus puissante que celle des « cycles Hurst », de l'aveu d'ailleurs de ce dernier, qui pensait aussi que sa méthode relevait plus de l'art que de la science. En effet. Mais je ne prétend pas être compétent en cette matière : si un lecteur peut mieux éclairer ma lanterne, j'en ferais mention dans une mise à jour de ce texte.

[17] « ... en général, le cours de l'or et les indices boursiers vont en sens inverse. Si l'un monte, les autres baissent. C'est le principe de l'or valeur refuge. » (B. ROSOOR, « Jusqu'où le cours de l'or peut-il monter ? », 14 février 2020, [ici](#)) (le soulignement est mien.) Et quand l'inverse se produit, c'est l'étonnement : « En 5 jours, le cours de l'or a perdu 8,5% environ. Les gains du mois de février étaient pour le moins « étonnants » pour un actif comme l'or, cette baisse soudaine est, elle aussi, surprenante. En effet, elle accompagne une baisse brutale des bourses ce qui n'est pas habituel pour la valeur refuge. Normalement, quand la bourse dévisse, l'or monte. » (J.-F. FAURE, « Pourquoi l'or a-t-il brusquement baissé ? », 1^{er} mars 2020, [ici](#)) (soulignements de l'auteur).

[18] La somme des mouvements synchrones (« syn ») et celle des mouvements en sens opposés (« opp ») indiqués dans les Tableaux 3A-C (en pages 22-24), sont quasi identiques (61 « syn » et 63 « opp ») :

	TABLEAU 3A		TABLEAU 3B		TABLEAU 3C	
<i>mouvements</i>	syn	opp	syn	opp	syn	opp
de 10% à 20%	8	14	10	14	15	11
> 20%	11	9	8	9	9	6
Totaux	19	23	18	23	24	17

Entre les périodes 1980–’99 (Tableau 3b) et 2000–’20 (Tableau 3c), on trouve une légère évolution de plus de mouvements en sens opposés à plus de mouvements synchrones.

[19] L'évolution signalée à la fin de la note précédente serait-elle due au développement à partir de 2003 des FNB-OR et d'autres produits dérivés basés sur le cours de l'or? Notabene, sur les FNB en général, l'article en français de la Wikipedia ([ici](#)) peut être avantageusement complété par l'article en anglais ([ici](#)).

[20] Le 1^{er} mars 2016, dans le rapport d'activité sur l'année 2015 du Rothschild Investment Trust, Jacob ROTHSCHILD signalait déjà:

« In my half-yearly statement I sounded a note of caution, ending up by writing that «the climate is one where the wind may well not be behind us»; indeed we became increasingly concerned about global equity markets during the last quarter of 2015, reducing our exposure to equities as the economic outlook darkened and many companies reported disappointing earnings. Meanwhile central banks' policy makers became more pessimistic in their economic forecasts for, despite unprecedented monetary stimulus, growth remained anaemic. Not surprisingly, market conditions have deteriorated further. So much so that the wind is certainly not behind us; indeed we may well be in the eye of a storm.

The litany of problems which confronts investors is daunting: the QE tap is in the course of being turned off and in any event its impact in stimulating asset prices is coming to an end. There's the slowing down to an unknown extent in China. The situation in the Middle East is likely to be unresolvable at least for some time ahead. Progress of the US and European economies is disappointing. The Greek situation re-mains fraught with the country now having to cope with the challenge of unprece-dented immigration. Over the last few years we have witnessed an explosion in debt, much of it repayable in revalued dollars by emerging market countries at the time of a collapse in commodity prices. Countries like Brazil, Russia, Nigeria, Ukraine and Kazakhstan are, as a result, deeply troubled. In the UK we have an unsettled political situation as we attempt to deal with the possibility of Brexit in the coming months. The risks that confront investors are clearly considerable at a time when stock market valua-tions remain relatively high.» ([ici](#), p. 5)

(Je dois de connaître ce texte au site Zero Hedge qui en donnait un long extrait le 6 mars 2016.)

Aux difficultés évoquées dans cette citation, on peut ajouter ceci:

À partir du 15 septembre 2018, l'indice Dow Jones Transportation baisse (de cette date au 31 décembre 2019: -5,8%).

En novembre 2018, le volume du commerce mondial commence à baisser. D'octobre 2018 à décembre 2019, l'index World Trade Monitor baisse de 127,1 à 124,2 (voir la base de données Excel du CPB: [ici](#)).

Au dernier trimestre de 2018, le marché mondial de l'automobile part à la baisse ([ici](#)). Au premier

semestre de 2019, le nombre de voitures neuves vendues dans le monde a chuté de 6.6% ([ici](#)). Et la situation ne s'est pas améliorée au second trimestre ([ici](#), [ici](#), et [ici](#)).

Comme dans le cycle économique précédent, les ventes de voitures et de biens immobiliers sont soutenues aux États-Unis par des prêts « subprime », mais le taux de non-remboursement augmente (en 2018: [ici](#), [ici](#), [ici](#), [ici](#)), augmente (en 2019: [ici](#))... Même problème avec les dettes sur cartes de crédit ([ici](#), [ici](#), [ici](#)). Pourtant, les banques continuent d'assouplir les conditions d'obtention ([ici](#), [ici](#), [ici](#))...

Le 12 juillet 2019, l'ECRI (Economic Cycle Research Institute) envoie à ses clients un rapport pessimiste, publié partiellement sur le site de l'ECRI le 24 juillet suivant sous le titre « Predicting the ISM and Markit PMIs » ([ici](#)), et plus longuement (version complète?) le lendemain sur le site Zero Hedge sous le titre « « Holy Grail Of Indicators » Warns Of Economic Trouble For US Economy » ([ici](#)).

Le 25 juillet 2019, un article de *Forbes* diffuse l'alarme sur le niveau d'endettement des entreprises états-uniennes lancée par l'International Institute of Finance: « U.S. nonfinancial corporate debt of large companies now stands at about \$10 trillion dollars, 48% of GDP. This represents a rise of 52% from its last peak the third quarter of 2008, when corporate debt was at \$6.6 trillion, about 44% of 2008 GDP. Total corporate debt is actually much higher. Adding the debt of small medium sized enterprises, family businesses, and other business which are not listed in stock exchanges adds another \$5.5 trillion. In other words, total U.S. corporate debt is \$15.5 trillion, 74% of U.S. GDP. It is no wonder then that the International Institute of Finance in its Global Debt Monitor, has an « amber light for the U.S. corporate sector. » »

Le 5 mars 2018 déjà, l'*Economic Letter* de la Federal Reserve de San Francisco avait publié un excellent article où, sur la base d'analyses statistiques solidement étayées confirmant la quasi infaillibilité, comme indicateur de la venue des récessions, de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt (plus spécifiquement de l'écart négatif entre le taux à 10 ans et celui à 1 an), les auteurs concluaient:

« The economy has been in an expansion for an extended time, monetary policy is on a normalization course, and further increases in short-term rates are widely anticipated. Professional forecasters generally expect a narrowing of the term spread, and some see a significant risk of a yield curve inversion. The reliable empirical pattern documented above suggests that this would imply a high probability of a recession soon to follow. »
(Michael D. BAUER and Thomas M. MERTENS, « Economic Forecasts with the Yield Curve », [ici](#), voir l'alinéa qui suit la Figure 2).

Cette alerte sera confirmée la même année les 7 avril, 16 juin et 2 décembre par la banque JPMorgan (voir [ici](#), [ici](#) et [ici](#)).

Et en effet, à partir de la fin février 2019, la courbe des taux d'intérêt états-uniens s'inverse, ce qui, après une période de croissance de dix ans et au niveau d'endettement privé atteint alors, est un signe sûr d'une récession dans les six à huit mois. [\[20a\]](#) La Fed réagit en septembre par une baisse imprévue des taux directeurs, son président prétendant que cette baisse n'était qu'une « half-cycle rate cut », pointe d'humour de banquier central à l'adresse des initiés – il ne rêvait tout de même pas de battre de neuf ans le record de durée d'un cycle économique (onze ans)!

À partir du 4 septembre 2019, l'indice Baltic Dry (qui n'a rien à voir avec la mer Baltique, mais enregistre les frais de transport maritime pour les matières « sèches » – charbon, minerais... – entre « l'Occident » et « les pays asiatiques ») avait repris sa baisse de façon très marquée.

Parce qu'elle dépend beaucoup de son commerce extérieur, l'économie de la Corée du Sud donne, depuis 1998 au moins, un avant-goût de l'évolution économique à l'échelle mondiale. Le signal donné par la baisse des exportations sud-coréennes en décembre 2018 ([ici](#), le dernier graphique est éloquent) se confirma tout au long de l'année 2019 ([ici](#), [ici](#), [ici](#), [ici](#)).

Le 2 octobre 2019, le *Journal of Commerce* signale: « As global trade volumes continue to fall, air cargo rates are hitting their lowest levels in four years. [] Peter STALLION, an analyst at Freight Investor Services (FIS), told JoC that air cargo rates out of Asia in Aug. and Sept. have generally been a good indication of what to expect in 4Q. He said rates in Asia haven't been this low since 2015, and that could mean the global economy is likely to slow through the year. » (rapporté par Zero Hedge le 5 octobre: [ici](#))

En novembre 2019, des difficultés réapparaissent aux États-Unis avec les *subprime loans* qui ont joué un rôle si néfaste en 2008-'09, et de façon même plus préoccupante qu'alors: « The delinquency rate on credit-card loan balances at the nearly 5,000 smaller commercial banks in the United States – this means all banks except the largest 100 – is blowing out, according to Federal Reserve data. In the third quarter, the delinquency rate at these banks rose to 6.25%. That's higher even than during the peak of the Financial Crisis. [] Back in 2009, people were defaulting on their auto loans and credit cards and their installment loans because over 10 million people had lost their jobs. This is not the case today. Back then, new unemployment claims – a sign of layoffs – spiked to astronomical levels. These days, they've been hovering near historic lows. So today, these people are working, and they're falling behind on their debt service. » ([ici](#))

En décembre 2019, le Cass Freight Index for Shipments, en baisse depuis décembre 2018, plonge au rythme le plus rapide depuis novembre 2009 et le trafic ferroviaire de marchandises aux États-Unis accentue sa baisse... ([ici](#))

Au 30 décembre 2019, les métaux industriels sont à la baisse: l'aluminium depuis le 18 avril 2018 (-29%), le cuivre depuis le 8 juin 2018 (-15%), l'étain depuis le 29 janvier 2018 (-23%), le nickel depuis le 12 septembre 2019 (-31%), le plomb depuis le 1^{er} février 2018 (-27%). Ces pourcentages sont à pondérer par une baisse du dollar états-unien d'environ 10% (par rapport à l'euro de janvier 2018 au 30 décembre 2019), mais la tendance baissière est tout de même très nette.

Divers pays sont entrés en récession au dernier trimestre de 2019, l'Afrique du Sud par exemple:

« Avant la crise sanitaire, le pays était déjà englué dans une crise caractérisée par une croissance molle, la détérioration des finances publiques et le chômage de masse. Son économie est retombée dans la récession au dernier trimestre de l'année dernière. Sur l'ensemble de 2019, son PIB n'a augmenté que de 0,2%. » ([ici](#))

Le 11 janvier 2020, Wolf RICHTER réagit ainsi à la publication d'une donnée statistique par la Fed:

« This solid recession indicator is starting to concern me again...

Commercial and industrial loans (C&I loans) at all commercial banks fell to \$2.33 trillion as of January 1, the lowest since March 2019, according to [Federal Reserve data](#) on commercial banks, released on Friday. C&I loans peaked in August last year at \$2.38 trillion and have since fallen 1.7%. This has occurred despite three rate cuts by the Fed over the period. » ([ici](#))

Il serait facile de doubler ou tripler cette série de très mauvaises nouvelles annonciatrices de récession mondiale.

L'existence de cycles économiques de croissance et récession est connue depuis le début du XIX^e siècle et confirmée par la répétition de multiples crises présentant de fortes similarités (surproduction et/ou sous-consommation, dettes importantes libellées en monnaies fortes...). Mais ce phénomène récurrent est occulté avec constance par le discours dominant (tous bords confondus mais pour des raisons différentes) pour lequel l'apparition du COVID-19 est une aubaine permettant à nouveau de détourner l'attention de l'opinion publique de la réalité sous-jacente d'une nouvelle récession de fin de cycle économique. Voir par exemple la tribune de Cédric DURAND et Razmig KEUCHEYAN, « L'emboîtement de quatre crises met en lumière les limites des marchés », dans *Le Monde* du 13 mars 2020 ([ici](#)), où se trouve cette phrase:

« Pour rendre nos sociétés plus résilientes et rouvrir un chemin de développement commun, le politique doit assumer des orientations économiques prioritaires et y soumettre le secteur financier. »

On peut toujours (faire) rêver, mais les auteurs n'indiquent pas comment des États tous plus endettés les uns que les autres pourraient imposer quoi que ce soit au secteur bancaire international.

[20a] Voir par exemple l'article de Michael LEBOWITZ, « Yesterday's Perfect Recession Warning May Be Failing You » du 20 février 2019 ([ici](#)) et deux articles de Zero Hedge du 22 mars suivant ([ici](#) et [ici](#)).

Notons que le seul faux signal donné par l'inversion de la courbe des taux d'intérêt depuis 1945 aux États-Unis est celui de 1965, entre les récessions de 1960-'61 et 1970, mais il n'était pas totalement faux puisque le taux de croissance du PIB états-unien plonge de 8,5% au quatrième trimestre 1965 (taux le plus haut de ce cycle) à 2,6% au deuxième trimestre de 1967 (voir [ici](#)). Le 20 juillet 2018, le président de la Fed de St.Louis avait d'ailleurs confirmé la validité de l'inversion de la courbe des taux comme signal de la venue d'une récession (J. BULLARD, « Assessing the Risk of Yield Curve Inversion: An Update », [ici](#)). Un article émanant de la Fed de St.Louis le 30 novembre suivant tentait d'affaiblir la portée de cet indicateur en partant du raisonnement suivant: « Most yield curve analysis refers to nominal interest rates. Economic theory, however, stresses the relevance of real (inflation-adjusted) interest rates. » Et il concluait: « Does the recent flattening of the yield curve portend recession? Not necessarily.... » (D. ANDOLFATTO & A. SPEWAK, « Does the Yield Curve Really Forecast Recession? », [ici](#)). Mais le graphique obtenu du « Real Yield Spread » confirmait ceux construits à partir des taux nominaux...

Tout ce qui précède ici sur l'inversion des taux concerne les taux des obligations de l'État fédéral états-unien, qui attire le plus d'attention sans doute parce qu'elle est une information facile à suivre. Mais l'inversion des taux d'intérêts des obligations d'entreprises est sans doute économiquement encore plus importante. Or, elle a eu lieu dès juin 2018:

« **the corporate sector curve (Baa-rated Corporates less the Prime rate) has now inverted.** The implication of this is just as profound as a sovereign yield curve inversion as it means that **the cost of capital for corporates is now higher than the return on capital**. » (« The Corporate Yield Curve Has Just Inverted », Zero Hedge, 19 juin 2018, [ici](#), gras d'origine).

Toutefois, les deux derniers graphiques de cet article indiquent qu'une telle inversion peut intervenir en cours de cycle et donc signaler des difficultés, sans toujours signaler une récession.

Plus important encore sans doute, le phénomène d'inversion ne se limite pas aux États-Unis. En juin 2018 aussi, un analyste de la banque JPMorgan signale une inversion de la courbe des taux d'intérêt au niveau mondial:

« ... while the Fed's hawkish move was sufficient to invert the short end further, it was not the only central bank inducing flattening this past week: the ECB also pressed lower on the curve via its « dovish QE end » policy meeting this week. And as a result of this week's broad-based flattening, **the yield curve inversion has spilled over to the long end of the global government bond yield curve also.** »

Même en tenant compte de « the unequal weighing of US duration in the JPM global bond index »,

« ...while at the local level bond investors are still demanding a premium for longer-dated bonds, **at an aggregate level – abstracting from segmentation and currency hedging issues – bond investors globally are no longer demanding such a premium.** []

As for the timing, well it's troubling to say the least: it did so just before the last two bubbles burst. In fact, the last time the 7-10y minus 1-3y yield spread of JPM's GBI Broad bond index turned negative was in 2007 ahead of an equity correction and recession at the time. Before then it had turned very negative in late 1990s also, after

the 1997/1998 RM crisis but also in 1999 ahead of a burst in the equity bubble and a reversal of Fed policy. » (« «The Global Bond Curve Just Inverted »: Why JPM Thinks A Market Crash May Be Imminent», Zero Hedge, 16 juin 2018, [ici](#), gras d'origine)

[21] Voir par exemple James RICKARDS, « How Gold Is Manipulated », 25 février 2020 ([ici](#)), qui fait une description intéressante de la manipulation habituelle des cours de l'or, mais ne prouve pas qu'elle ait été plus importante en ce mois de février 2020. Le 24 février, le site Zero Hedge suggère une première explication, mais sans preuve probante ([ici](#)). Zero Hedge insinue, sans l'affirmer vraiment, que la banque centrale du Japon serait le coupable: « Gold Tumbles - Is The BoJ Back In The Market? », 28 février 2020 ([ici](#)).

[22] Voir Zero Hedge, « «Haven Of Last Resort» – Goldman Sees Gold At \$1800 Due To Virus & Bernie Sanders Fears », 26 février 2020 ([ici](#)). Le site de Doug CASEY ajoute sa pierre avec un article de Marin KATUSA sur les énormes achats d'or que la Chine projette d'effectuer: « Red Gold – China's Stealth Plan To Use Precious Metals For World Domination » ([ici](#)).

[23] Voir « Gold Jewelry Selling Sees «Frantic Surge» After Price Spike And Volatility » du 1^{er} mars 2020 ([ici](#)) qui montre que nombre de possesseurs d'or profitent de la hausse pour s'assurer de leur bénéfice au lieu de le garder par crainte d'une inflation générée par la Fed.

[24] A. MACLEOD, « Why a bear market will lead to a dollar collapse? », 27 février 2020, [ici](#).

[25] Les mesures de l'inflation « indépendantes » les plus souvent utilisées par les propagandistes de l'or sont celles de l'alternative au CPI officiel proposée par John WILLIAMS sur le site Shadowstats.com. Cela me paraît un cas de Charybde & Scylla: voir J. AZIZ, « The Trouble With Shadowstats », 1^{er} juin 2013 ([ici](#)). À noter un indice moins connu que le CPI: le Median CPI calculé par la Cleveland Fed, qui donne en moyenne un taux d'inflation légèrement supérieur ([ici](#)).

[26] Article sur un site marchand de métaux précieux ([ici](#)) de Michael MAHARREY qui, avant de retourner à la rhétorique « autrichienne » pour la minimiser, pointe l'une des causes de la baisse simultanée contraire à son dogme: « ...fear of a sharp economic downturn also raises concern that consumer demand for gold could drop, particularly in big jewelry markets such as India and China. Worry that a longterm economic slowdown could hit consumers in these countries particularly hard could be putting some downward demand pressure on gold. China and India rank as the first and second biggest gold consuming countries in the world and account for about 1,000 tons per year. »

[27] Dans son article du 18 juillet dernier sur le cuivre ([ici](#)), Laurence GIRARD note bien que la remontée du cours du cuivre est moins due au retour de la croissance et donc de la demande qu'à une baisse de l'offre suite à celle de la production dans les mines chiliennes et péruviennes pour cause de Covid-19. Cela donne un cas où l'inflation n'est pas provoquée par la création monétaire mais par une pénurie réelle ou possible, contrairement au dogme de Milton FRIEDMAN et des « autrichiens ».

Notons au passage que le sommet de Bruxelles sur la relance économique qu'elle considérerait comme « crucial » n'a eu aucun effet sur le cours du cuivre et que le « rebond de près de 50% comparé à son trou d'air de mars » n'était à la date de l'article que de 38% [remarques inutiles: ce texte a déjà signalé la tendance de cette autrice à la « littérature ». Et, après tout, l'info précise, c'est pour les coincés des stat'...].

[28] Voir « BofA Says «The Bond Market Is Broken» And Only Fed Buying Bonds Can Fix It » ([ici](#)).

[29] En avril 2020, la Bank of America, sur la base d'une analyse complexe et intéressante de l'évolution du cours de l'or, avait monté sa prévision de ce cours dans les 18 mois à venir de 2000 à 3000 dollar l'once ([ici](#) et [ici](#)). Mais, fin juillet, à en croire le résumé par Zero Hedge d'un autre texte auquel je n'ai pas accès ([ici](#)), un autre analyste de cette banque reprendrait tout simplement la prose apocalyptique des « aurifères autrichiens »:

« HARTNETT writes that interest rate repression means **investors can't hedge the inflationary risk of \$11tn of fiscal stimulus via <short bonds>... so investors crowding into <short us dollar>, <long gold> hedges.**

Indeed, us dollar debasement is well underway as the default narrative for us economy with excess debt, insufficient growth, and maxed-out monetary & fiscal stimulus. However, local currency debasement is also underway everywhere else, and so the next market crisis will lead to an even bigger spike in the dollar as global monetary authorities are faced with an even bigger global synthetic short squeeze than the one which sent the USD soaring to all time highs in March.

Which is why shorting the dollar to hedge debasement may be profitable for a while but eventually lead to catastrophic consequences.

That leaves long gold as the only natural hedge to the central bank < all in > bet of kicking the can until something breaks. That something will likely be gold exploding higher first above \$2,000... then \$2,500... then \$3,000 at which point the Fed's control over fiat currencies, as well as the illusion that there is no inflation, and the financial regime will finally collapse. » (gras d'origine, soulignement mien)

Cela fait sérieux, n'est-ce pas? Selon la Wikipedia, Bank of America est « the second largest banking institution in the United States, after JPMorgan Chase, and the ninth largest financial services company in the world (by revenue) » ([ici](#)). [Merry Christmas 2021! Notez-le dans votre agenda: peut-être un sujet de conversation pour le dîner de Jour de l'An si vous en êtes à court... Le gratte-ciel du siège social de la Bank of America à Charlotte a 60 étages. ([ici](#)) Ne peut-on considérer le bureau le plus haut comme un peu hors-sol?]

Ajoutons un entretien sur Bloomberg TV de Mark MOBIUS (voir Wikipedia: [ici](#)), président de Mobius Capital:

« When interest rates are zero or near zero, then gold is an attractive medium to have because you don't have to worry about not getting interest on your gold and you see the gold price will rise as uncertainty in the markets are rising [] I would be buying now and continue to buy, because gold is really on a run, it's doing well. » ([ici](#))

[30] Indiquons tout de même la piste de réflexion fournie par l'excellent article de Wolf RICHTER du 4 août 2020 intitulé « Making Money Coming and Going - Why Wall Street Loves Serial Defaulter Argentina » ([ici](#)).

[31] D'autres publications de l'OCDE sont plus développées mais se limitent aussi au côté capital du bilan; voir par exemple l'*Annual survey of large pension funds and public pension reserve funds* ([ici](#)). À lire ces publications, il semblerait que les fonds de pension n'ont pas vocation à verser des retraites, mais seulement à investir. L'OCDE éviterait-elle d'aborder la question de leur solvabilité? [Mais je ne demande qu'à être mieux informé...]

[32] C'est le dernier argument, la flèche du Parthe d'un post de blog, repris le 23 mars par Zero Hedge, du Birch Gold Group (« The Third Bull Run For Precious Metals Is Here As Physical Demand Soars », [ici](#)), texte qui n'agite pas le spectre de l'effondrement total du dollar et prend les prophéties de James RICKARDS « with a grain of salt », mais prévoit une troisième envolée de l'or après celles de 1971-'80 et de 1999-2011, en affirmant: « So even as the spot price of precious metals has dipped in recent weeks, demand for physical products has been skyrocketing », en invoquant une hausse des « premiums for physical products » par rapport au *spot price* indiquée par un graphique sans aucune source mentionnée et les derniers chiffres de vente de l'us Mint; mais la demande doit être appréciée au niveau mondial car environ 40% du marché de l'or est formé par les ventes aux particuliers indiens et chinois – cette demande est-elle vraiment en hausse en pleine pandémie et confinement?...

[33] Il y a deux autres calculs possibles qui sont très favorables à l'or, en prenant une autre date de départ:

	or en USD	S&P 500	DAX	(cours de clôture)
1999.08.26	253	1362	5389	
2020.03.06	1687 +567%	2970 +118%	11542 +114%	

	or en USD	S&P 500	DAX	(cours de clôture)
1999.08.26	253	1362	5389	
2020.03.16	1453 +474%	2418 +78%	8742 +62%	

Mais, en août 1999, d'une part les bourses aux actions sont sous l'effet d'une énorme bulle spéculative qui implosera quelques mois plus tard et d'autre part plusieurs banques centrales européennes effectuent et annoncent d'énormes ventes d'or qui en dépriment le cours. Un mois plus tard, les plus grandes banques centrales européennes signent le Central Bank Gold Agreement qui fera remonter le cours de l'or à un niveau plus « normal ».

[34] Jeff CLARK, « What's Causing The Gold & Silver Sell-off? », 17 mars 2020, [ici](#).

[35] Dans la séquence déflationniste de 2008-'09, les creux se sont produits dans cet ordre :

2008.juin	platine
2008.octobre	or, argent
2008.décembre	cuivre, zinc, plomb
2009.janvier	pétrole
2009.février	aluminium
2009.mars	actions

Il en va à peu près de même entre 1982.05 et 1983.2, entre 1998.12 et 2003.06 et entre 2015.12 et 2016.02, mais pas entre 1991.01 et 1993.12.

[36] Ajoutons quelques détails tirés de son article du 12 mars 2020, « The journey to monetary gold and silver » ([ici](#)) :

« Few analysts have yet to understand the enormous consequences of the coronavirus for missed payments and accumulating current debt, which is and will rapidly drain liquidity from wholesale money markets. It is increasingly certain that the eurozone's banking system will require rescuing from insolvency with knock-on consequences for the global monetary system. Concern over the consequences for the \$640 trillion OTC notional derivative market, particularly for \$26 trillion of fx swaps, is so far absent.

Continuing on our theme that the fates of the dollar and us Treasury values are closely bound, the extraordinary overvaluation of the bond market will translate into a collapse for both. This article charts how the collapse of the dollar and financial asset values is likely to progress and concludes that we are witnessing the end of the neo-Keynesian fiat currency fantasy, which will be done and dusted with surprising rapidity.

Only then will sound money, after varying time periods for different nations, return. []

We see unfolding the process whereby both the dollar and financial assets are losing value, with the dollar losing it first.[]

The sacrifice of the dollar as the Fed inevitably fails to maintain financial asset values will truly mark the end of the fiat currency era, since no other fiat currency can exist with the world's reserve currency thoroughly debased and its financial assets in a state of collapse. []

In the three months before the collapse of his scheme, sellers of shares in his Mississippi

venture required John Law to replace them with new buyers, and when they could not be found he substituted them by buying shares with new livres issued for the purpose. Today's price support system which rigs government bond prices is exactly the same concept as that deployed by John Law, except it is on a global scale.

Law's experience showed that in an asset and monetary collapse, apparent wealth simply vanishes, destroyed along with the medium of exchange.[]

Being dominated by mathematical economists, current thinking in financial asset markets does not often admit to this. But as the central banks show increasing difficulty in maintaining the combined values of currency and bonds, the price of gold and silver in fiat currency terms will rise significantly.»

[37] La nouvelle de ce projet de bimétallisme par l'ISIS est reprise avec enthousiasme par Zero Hedge le 11 novembre 2014: « It appears the terrorist organization known as Islamic State has been watching the fiasco of fiat money and [reading Alan Greenspan and Ron Paul. As The Daily Mail reports, ISIS wants to introduce its own currency and plans to bring back solid gold and silver dinar coins](#) in an attempt to solidify its makeshift caliphate. Around **1500 years after the Dinar was first introduced** – made from pure gold and silver – ISIS plans to implement the change within a few weeks, changing from regular dinars and Lira to golden dinars and silver dirhams. » (« ISIS Going Back To The 'Gold Standard' », [ici](#))

[38] « Gold and silver are reliable money, chosen by the people... »: généralisation typique du populisme très présent dans la rhétorique de l'apocalypse monétaire. L'or n'est choisi comme tel que par « some people ». Dans les pays où ce n'est plus une monnaie utilisable quotidiennement, la plupart des gens qui épargnent le font dans une *fiat money*, celle de leur pays ou une « monnaie de réserve » comme le dollar.

[39] À la notion de cycle boursier, la Wikipedia en français ne dédie aucun article (la fonction recherche renvoie à l'article « Volatilité (finance) » qui concerne une tout autre notion), juste un court paragraphe dans son article sur le cycle économique. L'article en anglais (« *Stock market cycles* », [ici](#), consulté le 12 juillet 2020) est un pot-pourri confus et incomplet. Mieux vaut consulter l'article de Lance ROBERTS, « The 4 Phases Of A Full-Market Cycle » ([ici](#)), en en séparant le bon grain factuel de l'ivraie explicative due à l'attachement de l'auteur à la théorie économique dite « autrichienne ».

[40] Attention, plus loin dans le texte, JUGLAR utilise l'expression « temps d'arrêt » non dans le sens d'une quatrième phase entre expansion et crise, mais désignant les crises et les liquidations:

« Le développement régulier du commerce et de la richesse des nations n'a pas lieu sans douleurs et résistance, il y a des temps d'arrêt où tout le corps social paraît paralysé, toutes les ressources évanouies; on croirait la société sur le point de disparaître dans un abîme ou du moins de se liquider par une banqueroute générale. » (p. 7, col. 2)

« On peut même dire que la gravité des crises est en rapport avec le développement de la richesse du pays. C'est un temps d'arrêt, qui, après une hausse de plusieurs années où la spéculation avait fini par prendre la première place, permet au commerce régulier de reprendre son allure normale après s'être débarrassé d'une imprudente spéculation. Aussi à aucune époque ne voit-on un pareil entrain, plus de facilités dans les affaires, plus de confiance et de sécurité qu'après la liquidation des crises... » (p. 8, col.1)

Dans sa contribution au Colloque Clément JUGLAR de 2009, « Clément JUGLAR and his contemporaries on the causes of commercial crises » ([ici](#)), Daniele BESOMI affirme « JUGLAR identified three phases... » (p. 23) et ne relève pas la phase de « temps d'arrêt » qui me paraît intéressante. Cet auteur minimise d'ailleurs au maximum l'apport de JUGLAR parce qu'il ne trouve pas dans ses textes le Graal de la théorie « classique »: la loi de l'équilibre de J.-B. SAY (voir pp. 40-42).

[41] Le bon droit de ce satisfecit de JUGLAR est contesté par la contribution au Colloque JUGLAR

de 2005 de M. DAL-PONT LEGRAND & H. HAGEMANN (« Analyses théorique, historique et statistique des cycles: JUGLAR et SCHUMPETER », [ici](#)), selon laquelle JUGLAR va

« jouer de malchance dans la mesure où, alors qu'il semblait avoir un certain succès en identifiant la régularité des crises qui caractérisèrent la première moitié du XIX^e siècle, la grande stagnation qui s'étendit de 1873 à 1897 va le conduire à annoncer régulièrement une reprise qui va tarder à se manifester. » (p. 55)

Ces critiques ne sont étayées que par une référence à un article de Y. BRETON et M. LUTFALLA de 1997 que je n'ai pu encore consulter, mais elles me paraissent fort déplacées, en tout cas dans la version donnée par cette citation, car :

- 1) les publications indiquées dans la bibliographie de JUGLAR dans les actes du Colloque JUGLAR pour les années 1873-'76 n'abordent en rien les questions de la crise et de la reprise des affaires;
- 2) dans son article de juillet 1877 cité supra, JUGLAR indique : « nous sommes arrivés à la liquidation de la crise de 1873 » (p. 379), mais pas encore à la fin de cette liquidation, car il termine son analyse sur un accent beaucoup moins optimiste que les perspectives encourageantes du gouverneur de la Banque de France qu'il évoque au début de son article :

« Aucun trait ne manque au tableau, et s'il nous est permis de conclure d'après ce que nous avons constaté aux époques antérieures, nous pouvons dire que sans la guerre et l'agitation politique le moment de la reprise des affaires était proche. Déjà sur le marché anglais, on notait quelques signes précurseurs de ce réveil; l'argent était plus demandé, il y avait un nouveau courant d'escompte qui se dirigeait vers la Banque [d'Angleterre], nous eussions senti la même influence et tout nous entraînait dans une nouvelle période d'activité. » (p.381-82, soulignements miens)

On peut ajouter que le mois précédent, Wall Street avait atteint le plus bas du cycle aux États-Unis; et pourtant, la prudence de JUGLAR lui a évité une erreur que sa conception de la durée de la période de liquidation (deux ans dans tous les cycles antérieurs) aurait pu lui faire commettre, car la baisse des prix continue en France jusqu'en mi-1879. JUGLAR n'est pas un « dogmeux », il ne cesse d'observer : c'est seulement en septembre 1879 qu'il annonce la fin de la liquidation et la reprise des affaires : « ...pour redonner quelque espoir, voici ce que nous écrivions à cette époque, au mois de septembre 1879 et en mars 1880, dans *L'économiste français*. » (p. 83 de la seconde édition en 1889 de son livre *Des crises commerciales...*, qui reprend ces deux articles *in extenso* aux p. 83-98 et 98-105). Et une vive reprise des affaires a en effet eu lieu de septembre 1879 à novembre 1881.

Il serait peut-être légitime de considérer les explications de JUGLAR sur la période 1873-'79 comme embrouillées, voire contradictoires et fausses, mais il n'y a aucune fausse prévision à lui reprocher... [\[41a\]](#);

- 3) en novembre 1881, JUGLAR prévoit la crise qui va exploser en janvier 1882. Dans la seconde édition (1889) de son livre sur les crises commerciales, après avoir rapporté les positions optimistes des journaux économiques les plus sérieux de l'époque (p. 439-440), il indique fièrement :

« C'est cette liquidation, à laquelle on ne voulait pas croire, qui a eu lieu et a précipité les cours des plus hauts prix aux plus bas; aucune des prévisions émises alors ne s'est donc réalisée.

L'observation seule du mouvement des affaires sur les bilans des banques de France et d'Angleterre nous avait permis, contrairement à tout ce qui se disait autour de nous, d'annoncer la crise *deux mois* avant son *explosion* dans une lecture à l'Académie des Sciences Morales et politiques en novembre 1881. Depuis les faits ont parlé et les quatre années de liquidation jusqu'en 1886 ont confirmé tout ce que nous avons indiqué... » (p. 443)

Séances et travaux de l'Académie des sciences morales et politiques, qui manque sur Gallica.fr et que je n'ai pu consulter);

4) lors de la crise boursière de l'hiver 1882, la discussion à la Société d'économie politique est engagée par un exposé qui attribue cette crise à l'intervention de l'État contre le marché à terme. JUGLAR y intervient, trouvant le changement de législation de peu d'importance; selon lui, la crise n'est pas simplement boursière, elle se situe à la fin d'un cycle économique:

« Il ne faut donc pas accuser les lacunes de la législation et attribuer les crises comme celle que nous venons de traverser à la non-reconnaissance des marchés à terme. Les crises de ce genre sont périodiques et se présentent toujours dans les mêmes conditions, quoique sous une forme différente. [] Dans notre siècle, les crises de 1825, 1836, 1847, 1857, 1864, 1873, prouvent que les mêmes abus du crédit, amenant des hausses de prix exagérées, entraînent des baisses de prix non moins grandes, quand la spéculation ne trouvant plus de preneurs à terme est forcée d'avoir recours au marché du comptant. » ([ici](#))

Donc une phase de liquidation s'ouvre et JUGLAR ne dit pas un mot sur le moment d'une possible reprise des affaires;

5) le 5 février 1884, la Société d'économie politique tient une discussion sur le thème « Y a-t-il une crise économique générale en France? » (compte rendu dans le *Journal des économistes* du 15 février 1884, [ici](#)) qui est initiée par un exposé très optimiste de Ch. LIMOUSIN qui nie même l'existence de la crise en cours. Or, qui s'oppose à cette vision idyllique et ne voit pas venir de reprise des affaires malgré une dépression qui dure depuis 1881, c'est-à-dire plus longue que la durée normale d'une liquidation selon JUGLAR? Entre autres, JUGLAR lui-même! Il voit bien une petite reprise [\[41b\]](#), mais ne s'y laisse pas tromper, car pour lui la liquidation est encore incomplète:

« ... On voit l'étendue de la dépréciation. Est-elle suffisante? On peut en douter, quand on voit combien il y a encore de valeurs non classées, et avec quelle imprudence on se lance dans de nouvelles opérations, avant d'avoir touché le fond et débarrassé le marché. De tous les crédits malades et déjà ébranlés. Nous sommes donc, non pas à une époque de crise, mais en pleine liquidation de la crise, liquidation qui se fera d'autant plus vite qu'on ne fera rien pour retarder la baisse des prix, qui remettra les valeurs dans des mains pouvant les garder. ... » (p. 289, [ici](#))

Or, le point le plus bas de ce cycle est atteint à Wall Street en janvier 1885 (après une demi-liquidation et un rebond passager en 1882, voir le tableau en pages 42-43) et en 1886 en France (voir le paragraphe ci-dessous). Autrement dit, JUGLAR identifie parfaitement la situation en février 1884 comme la « sous-phase » de rebond qui intervient souvent entre le début et la fin de la liquidation et il ne prévoit nullement une reprise rapide des affaires [\[41c\]](#);

6) le 15 décembre 1886, la Société de statistique de Paris tient une discussion sur le thème « La fin de la crise économique. Signes auxquels on peut reconnaître cette terminaison », qui est initié par un exposé de JUGLAR qui, après un résumé de sa méthode, passe à la crise de 1882:

« ... elle doit être regardée comme terminée. S'appuyant sur la circulation des billets de banque, sur le mouvement et le taux des escomptes, sur la composition même de l'encaisse de la Banque [de France], il montre la reprise manifeste des affaires et confirme cette démonstration en invoquant les statistiques commerciales du monde entier, le mouvement des prix, les chiffres fournis par les comptes des *Clearing-Houses*, en Angleterre et surtout aux États-Unis, enfin les recettes mêmes des théâtres. » (*Journal des économistes*, janvier 1887, p. 128, [ici](#))

Les avis des intervenants sont partagés, mais, le panorama de l'année 1886, établi par Gustave de Molinari pour le *Journal des économistes* confirme le diagnostic de JUGLAR :

« Depuis 1882, année du *Krach*, le monde des affaires a subi une crise persistante []. Cette crise semble être aujourd'hui à sa fin. Le marché financier s'est ranimé le premier, les fonds d'État et les valeurs industrielles ont haussé, puis on a signalé une reprise mar-

quée des affaires dans les principaux foyers d'industrie, les recettes des chemins de fer se sont améliorées et les relevés du commerce extérieur ont attesté une augmentation sensible dans le mouvement des échanges.» (*Journal des économistes*, janvier 1887, p. 7, [ici](#))

7) dès février 1886, JUGLAR annonce la reprise des affaires; dans la seconde édition de 1889 de son livre *Des crises commerciales...* (p. 290), il renvoie à ses trois articles sur ce sujet dans *L'Économiste français* de février 1886 et février et avril 1887 (que je n'ai pu consulter). Son intervention du 15 décembre 1886 à la Société de statistique de Paris sur « La fin de la crise économique. Signes auxquels on peut reconnaître cette terminaison » est cité ci-dessus. Sur les années 1886-'87, la bibliographie publiée dans les actes du Colloque JUGLAR de 2005 mentionnent trois autres textes de JUGLAR sur le sujet que je n'ai pu consulter mais dont les titres laissent supposer un contenu proche des textes indiqués ci-dessus. Or, même si tous ces textes ont annoncé la reprise des affaires, qu'y aurait-il là à dénigrer puisque cette annonce était correcte?

8) même pour la période 1873-'87, JUGLAR a donc fait un parcours sans faute de prévisionniste des cycles économiques. C'est à bon droit qu'en 1889, il conclut l'introduction à la seconde édition de son livre sur les crises par ce satisfecit:

« Cette étude porte déjà sur une longue période, puisque depuis 1856 il suffira de jeter un coup d'œil sur les articles publiés dans le *Journal des Économistes* et dans *L'Économiste français* pour constater que l'on peut reconnaître et signaler l'approche des crises et la reprise des affaires, c'est-à-dire la fin de la période prospère et de la période de liquidation; le moment de sortir des affaires dans les hauts prix et d'y entrer dans les bas prix; quoi de plus utile pour un industriel ou un négociant?

Bien plus, puisque les mouvements des échanges dominent tout le mécanisme social, on peut prévoir que partout et toujours l'état économique des populations, subissant les mêmes influences, sera entraîné dans le même sens. »

9) dans la première moitié de l'année 1891 se produit en France un fort repli économique que certains décrivent comme la suite de la crise internationale de 1890 ([ici](#)), nous avons vu ci-dessus dans le détail dans la description de la sous-phase « temps d'arrêt » que JUGLAR ne s'est pas laissé tromper par cette pause, a correctement prédit que le début de la liquidation du cycle en cours ne commencerait qu'en 1893 et a donc correctement annoncé la reprise de l'expansion en 1892;

10) dans les années de crise 1893-'97, JUGLAR publia trois textes sur cette crise que je n'ai pu consulter, mais en 1897, alors que certains annoncent déjà la reprise des affaires (« Au mois de novembre [1896], une partie des conditions défavorables qui pesaient sur le marché disparaît » : [ici](#)), JUGLAR, dans une discussion tenue le 5 février 1897 par la Société d'économie politique sur « Des causes de la stagnation du commerce extérieur de la France et des remèdes à cet état de choses » ([ici](#)) est plus circonspect:

« La principale cause de la stagnation des affaires en France, [] c'est le tarif protecteur de 1892. On commence à réagir, mais tant qu'on n'y aura pas apporté les modifications nécessaires, nous ne pourrions suivre que d'un pas bien inégal le mouvement de reprise qui se dessine dans le monde et même en France... » ([ici](#))

Et il a encore raison – au moins sur le fait sinon sur sa cause – car le « réveil industriel et commercial » qui pointe en 1898 (surtout aux États-Unis, voir [ici](#)), ne se confirmera qu'en 1899 ([ici](#)).

Compte tenu de ce qui est indiqué ci-dessus pour les années 1873-'87, 1891 et 1893-'97, j'ai hâte de pouvoir lire l'article de Y. BRETON et M. LUTFALLA pour savoir si ma documentation est incomplète ou s'il y aurait quelque malveillance soit de la part de ces auteurs soit dans l'interprétation de leur article par M. DAL-PONT LEGRAND & H. HAGEMANN.

Car, la majorité des économistes affirment que les crises économiques ne sont pas prévisibles. Les financiers ou gestionnaires de fonds qui les prévoient bel et bien et qui réussissent ainsi à bâtir des fortunes imposantes, sont des cailloux dans la chaussure qui sont traités comme tels.

Le cas récent le plus connu est celui de Warren Buffett qui depuis la fin de la Deuxième

Guerre Mondiale a effectué un parcours étonnant. Son existence est la preuve vivante de la possibilité de prévoir les évolutions économiques et financières (ce qui n'exclut pas certaines erreurs). Cela lui attire les « aménités statistiques » du pape de l'imprévisibilité, Eugene Fama, dans un entretien récent :

« ... you just can't tell who is successful because of luck and who because of skill. [] The problem with picking a winner after the fact is you can't tell. If you would have identified him fifty years ago and you looked at him and would have said: « That's the guy! », then I would believe you that you can tell if someone's going to be an investment genius. But you couldn't do that fifty years ago, because there's a statistical problem. » ([ici](#)).

Vu l'âge de ce professeur d'économie, le sophisme est transparent. Il est vrai que ce « Nobel » reconnaît : « If I could forecast, I wouldn't be a professor. » Mais à quoi sert un professeur d'économie qui ne peut pas prévoir et enseigne que l'on ne peut pas prévoir les évolutions économico-financières, sinon à répandre une culture de ricanement irresponsable (voir par exemple d'autres remarques dans le même entretien) ? Le dogme de l'imprévisibilité est-il autre chose qu'un masque théorique pour saper a priori tout fondement à quelque intervention que ce soit des États ou des banques centrales ?

JUGLAR a donc lui aussi été attaqué sans argument sérieux. Par exemple, Léon WALRAS l'a accusé à tort d'avoir plagié la théorie des crises de W. Stanley JEVONS (voir [ici](#), p. 90), ce qui est d'autant plus sidérant que (1) JUGLAR a publié sur les cycles économiques à partir de 1856 et Jevons seulement à partir de 1875 et (2) JUGLAR n'a jamais essayé d'expliquer ces cycles par l'influence des sunspots de JEVONS (voir [ici](#)).

Les mœurs entre économistes n'ont pas changé depuis. Et les gêneurs comme JUGLAR sont dénigrés, débinés, calomniés... Dans la version B de ce texte, nous aborderons le sujet d'attaques plus récentes.

[41a] Dans son article intitulé « La liquidation de la crise de 1873 et la reprise des affaires » (dans le *Journal des économistes...* de juillet 1877, [ici](#)), JUGLAR réutilise l'expression « temps d'arrêt » (p. 372) dans le sens de crise+liquidation et formule sa description de façon dogmatique en éliminant les « sous-phases » : « Dès que la progression en hausse a commencé elle continue sans interruption jusqu'à ce que la crise éclate... » (p. 376, [ici](#)). Par contre, sur les durées, il est d'abord plus hésitant : « Ce tableau, en nous faisant toucher du doigt la progression croissante et décroissante des principaux articles des bilans, nous montre que ces retours sont périodiques sans qu'on puisse leur assigner une série régulière d'années » (p. 375), mais son humeur dogmatique revient deux pages plus loin : « Il y a donc deux mouvements à observer : 1° un mouvement croissant de hausse qui persiste pendant toute la période prospère, c'est-à-dire pendant sept à huit années, et un mouvement décroissant beaucoup plus rapide qui ne dépasse pas trois ou quatre ans » (p. 377) (la période longue de liquidation qui se clôt en 1877 lui fait allonger une période qu'il a jusque-là jugée plus courte, ce qui peut allonger à 12 ans la durée de son cycle de 10 ans).

Autre exemple : son emploi du mot théorie. Dans l'Introduction à la seconde édition de son livre sur les crises commerciales en 1889, JUGLAR énonce ainsi son credo méthodologique : « Sans faire intervenir aucune théorie, aucune hypothèse, l'observation seule des faits a suffi pour dégager la loi des crises et de leur périodicité » (p. xv, je souligne). Mais lisez dans le même ouvrage comment il relate avoir fait, seul contre tous, deux prévisions justes : « Alors que tout se tenait et marchait encore, au mois de novembre 1881, dans une lecture à l'Académie des sciences morales, nous indiquions [] que la crise était imminente, deux mois ne s'étaient pas écoulés qu'elle éclatait, en janvier 1882. Après son explosion, nous avons suivi sa liquidation et dès 1886, dans *L'Économiste français*, nous annonçons, sans que personne voulût y croire au milieu de l'atonie générale, la reprise des affaires. Où trouver par la pratique une confirmation plus évidente de la théorie ? » (p. 398-99, je souligne). Dans le premier cas, il s'agirait d'une théorie qui précéderait l'observation des faits, dans le second d'une théorie établie par cette observation.

Répetons-le : il ne faut pas lire les textes de JUGLAR avec un couteau petit-formaliste entre les oreilles ! Par exemple, le chipotage sur la notion de périodicité par A. COURTOIS ([ici](#)) me paraît un procédé de mauvaise foi pour nier l'existence du « cycle JUGLAR » : l'économie, ce n'est pas de la

physique.

[41b] ...tout au plus un enthousiasme excessif lors de sa prévision de mars 1880: «Voici donc la reprise que nous annonçons ici même à la fin de septembre! Elle a même pris une allure plus vive qu'on ne pouvait le désirer afin d'assurer une progression régulière pendant une série d'années.» (p. 103 de la seconde édition en 1889 de son livre *Des crises commerciales...*). La reprise ne durera que deux ans et trois mois (de septembre 1879 à novembre 1881), mais ce n'est pas une raison suffisante pour prétendre qu'il n'y eut aucune reprise et que JUGLAR n'en a pas annoncé correctement son début.

À la page 98 de cette seconde édition, il y a une erreur typographique: la note de bas de page concerne le premier article repris aux pages 83-98 et non celui qui commence à cette page et qui porte le titre «La hausse des prix et la fin de la crise», ce qui corrobore la «médiocre qualité éditoriale» de cette édition qu'évoque Ludovic FROBERT dans son Avertissement à l'édition moderne de 2014.

Par ailleurs, ce deuxième article ne figure pas dans la bibliographie de JUGLAR publiée dans les actes du Colloque JUGLAR de 2005.

[41c] Le texte de la réaction de JUGLAR contient un flottement dans les termes utilisés:

«... Est-ce la suite d'un mouvement continu ou une simple reprise après une dépression?» (p. 285, [ici](#))

ce qu'il faut comprendre comme «...Est-ce une réelle reprise des affaires (et donc le début d'une phase d'expansion) ou un simple rebond après une première baisse?». N'oublions pas qu'il ne s'agit que d'un compte rendu d'une réponse orale. Voir le terme «reprise des affaires» à la fin de la citation suivante.

La suite du texte de la réaction de JUGLAR est importante pour la question de la durée de la phase de liquidation et donc du cycle:

«... la liquidation serait beaucoup plus avancée si le Crédit foncier et l'État ne s'étaient pas mêlés au mouvement général des affaires; le Crédit foncier en pompant par ses émissions des capitaux sur le marché pour les employer à soutenir des positions qui doivent succomber, l'État en entreprenant une foule de lignes de chemins de fer, dont il a dû se décharger sur les compagnies qu'il repoussait jusqu'ici, tout en restant encore engagé pour les ports, les canaux, les écoles, le matériel de guerre, etc. Ces immenses travaux maintiennent les hauts prix, et les hauts prix empêchent et reculent la reprise des affaires.» (p. 289-'90, [ici](#))

Passage important aussi pour le thème de l'«adoucissement» des conséquences des crises.

[42] L'existence de cycles économiques de 8-10 ans a été confirmée par Alvin HANSEN en 1937, mais sa réduction à deux phases expansion/contraction avec une courbe symétrique associée me paraît une énorme régression par rapport aux conclusions de JUGLAR (tout au moins à en juger par le paragraphe «Economic cycles» dans l'article en anglais «Alvin HANSEN» de la Wikipedia, [ici](#) – la prudence est de rigueur, mais le graphique semble être d'origine).

[43] L'école «autrichienne» prétend que les cycles et leurs récessions sont causés par l'intervention des États et en particulier de leurs banques centrales (même si certaines ont un statut privé comme la Banque Nationale Suisse). Il n'y aurait pas eu de récessions graves aux États-Unis avant la création de la Federal Reserve en 1913, alors qu'il est notoire que cette création a été la suite des crises très graves de 1893-'96 et de 1907. Les textes de JUGLAR sur les récessions dans la première partie du XIX^e siècle sont un antidote parfait contre ce révisionnisme marchériste:

«...On comprend comment ces perturbations périodiques apportées dans le travail doivent bouleverser les conditions d'existence de la classe ouvrière et lui imposer de rudes et pénibles privations: le mouvement des mariages, des naissances et des décès en rend un témoignage évident...» (p. 4, col. 1)

« Le développement régulier du commerce et de la richesse des nations n'a pas lieu sans douleurs et sans résistance, il y a des temps d'arrêt où tout le corps social paraît paralysé, toutes les ressources évanouies; on croirait la société sur le point de disparaître dans un abîme ou du moins de se liquider par une banqueroute générale. » (p. 7, col. 2)

« Si, en Amérique, elles [=les crises] ont été moins remarquées dans les premières années, cela tient au faible développement de ses relations et de son commerce, mais elles ne tardent pas à prendre leur rang et leur place dans les perturbations commerciales qui désolent périodiquement le monde...[] nous en avons la preuve en observant ce qui se passe en Amérique, où [] le développement des escomptes, l'abus du crédit porté à un certain degré, les [=les crises] fait éclater un peu plus tôt qu'en Europe, la situation des deux côtés étant également embarrassée. » (p. 8, col. 1)

« ... si nous jetons un regard en Angleterre et aux États-Unis, nous constatons que les crises les plus graves, dans ces deux pays, ont éclaté en dehors de toute complication politique (crises de 1825, 1837, 1847, 1857). » (p. 8, col. 1)

Les « autrichiens » prétendent en général aussi que lorsqu'une crise se produisait avant 1913, sa résolution était rapide. Les faits mentionnés dans la note [41] montrent qu'il n'en a rien été.

L'un des artisans du GLASS-OWEN Federal Reserve Act de 1913 a été un sénateur, Robert L. OWEN, dont le père avait été ruiné lors de la crise de 1873 (voir Wikipedia en anglais, [ici](#)) et qui, lors de la crise de 1893, dirigeait une petite banque régionale qui fit alors presque faillite (voir Chad R. WILKERSON, « Senator Robert Owen of Oklahoma and the Fed's Formative Years », [ici](#)). La description détaillée de la crise de 1893-'96 dans cet article de WILKERSON de 2013 (p.97-99) correspond exactement à la conception de JUGLAR des phases crise/liquidation.

Pour défendre leur opposition à la création de la Fed en 1913, certains « autrichiens » prétendent que cette création n'était pas une réponse à des crises économiques, mais avait pour but le financement de la Première Guerre Mondiale, en citant le début de la préface, datée 23 décembre 1938, d'un texte d'OWEN publié comme document du Sénat en janvier 1939:

« Twenty-five years ago today Woodrow WILSON [] approved the Federal Reserve Act. [] This act was generally regarded as the greatest achievement of that administration. Under this act \$40,000,000,000 of liquid money was created to finance the World War. It financed not only the United States but financed to the extent of billions of dollars Great Britain, France, Italy, and their allies. « That one act won the war, » said John Skelton WILLIAMS, the Comptroller of the Currency. » ([ici](#))

Le commentaire de Zero Hedge est édifiant: « Writing later in his life, he reflected [] on the real reason for the Federal Reserve Act... [facsimile de la citation ci-dessus] ...Funding War! » (« Senate Sponsor Exposes The Real Reason For The Fed », 29 oct. 2014, [ici](#)). Non seulement la citation ne dit pas ce que Zero Hedge lui fait dire, mais, à la page p.69, le texte contredit explicitement son interprétation:

« It was the intention of the act to prevent the indefensible expansion and contraction of credit by the banks through which booms and depressions arose.

The powers to expand credit under the System were exemplified during the World War when the Government expanded its loans to the extent of \$40,000,000,000 for the financing of the war, without disturbing the credit structure of the banks. »

Zero Hedge n'essaye évidemment pas de prouver que le processus de création de la Fed, qui commence dès 1907, était guidé par la préscience de l'éclatement de la guerre en 1914. Enfin, cette dernière citation signifie qu'à sa création, la Fed ne reçut qu'un mandat, celui de contrecarrer le « cycle JUGLAR »!

[44] Le discours dominant gomme autant que possible les répétitions du « cycle JUGLAR ». Ainsi, la crise actuelle sera « la crise du Covid-19 », alors que cette pandémie n'est qu'un fait déclenchant et aggravant d'une crise économique qui était toute mûre à point. Mais, un exemple parfait est

l'article de la Wikipedia en français sur les prétendues Trente Glorieuses ([ici](#), consulté le 25 juin 2020). Comparez le titre du livre de J. FOURASTIÉ, *Les Trente Glorieuses* [] de 1946 à 1975 et la valse des dates dans les quelques observations suivantes.

1) Selon les passages de l'article ne concernant pas tel ou tel pays mais l'ensemble des pays développés, « les Trente Glorieuses désignent la période de forte croissance économique et d'augmentation du niveau de vie qu'a connu la grande majorité des pays développés entre 1946 et 1975 », « la croissance économique de l'après-guerre (période 1950-1973) est [] régulière [] : les faibles récessions constatées ne remettent pas en cause cette régularité si bien que la période des Trente Glorieuses laisse supposer le caractère atténué des fluctuations cycliques qui ont été une caractéristique du XIX^e siècle et de l'avant-guerre » et « La forte croissance constatée dans la plupart des grands pays industriels se traduit par un quintuplement dans les années 1950 des cours sur la plupart des marchés boursiers ».

Or, concernant les États-Unis, l'article ne reconnaît d'abord qu'une seule récession, en 1948 ; mais, en consultant FRED ([ici](#)), on en trouve cinq, avec les points bas suivants : 1949 = -5,4 % ; 1953 = -5,9 % ; 1958 = -10 % ; 1960 = -5 % ; 1970 = -4,2 %. La bourse de Wall Street baisse de 30 % de mai 1946 à juin 1949, de 21 % en 1957, de 28 % entre décembre 1961 et juin 1962, de 22 % en 1966, de 36 % entre novembre 1968 et mai 1970 ; au plus bas de 1970, le S&P 500 est à 69,29, plus bas que le niveau du plus haut de décembre 1961.

Ensuite, le développement sur les États-Unis indique : « Alors que l'économie américaine bénéficiait en 1945 d'un niveau élevé de productivité, et de gains de productivité importants jusqu'à la fin des années 1960 (mais plus faibles qu'ailleurs), ils sont de 1 % par an dans les années 1970, ce qui explique un début de récession » (je souligne). Selon FRED ([ici](#)), il y eut quatre trimestres en repli en 1974-'75 dont un plus bas de -4,8 % et, en octobre 1974, le S&P 500 descend à 62,28, presque au niveau de janvier 1960. Quant à la cause invoquée...

Enfin, le « quintuplement dans les années 1950 des cours » est un argument extrêmement fallacieux car, dans beaucoup de pays, ces années furent une période d'inflation extrêmement forte (ce que reconnaît l'article d'ailleurs) et les cours boursiers, à la différence des BIP, ne sont pas corrigés par un facteur déflatore.

D'ailleurs, entre début 1950 et fin 1959, le S&P 500 n'est multiplié que par 3,6 (de 16,66 à 59,89). Quant aux années suivantes, le même indice est à 60,39 au début 1960 et à 90,19 fin 1975 ([ici](#)). Sur toute la période « fourastienne », le S&P 500 est multiplié par 5,41, dont l'inflation doit encore être soustraite ; or, l'indice officiel de l'inflation aux États-Unis ([ici](#)) grimpe, de janvier 1947 à décembre 1975, de 21,5 à 55,6, soit une multiplication par 2,59 (sans compter l'inflation en 1946 qui, à ma connaissance, n'est pas indiquée par FRED). Le lecteur appréciera la montée réelle des cours... Pour comparaison, du début 1990 à la fin 1999, le S&P 500 est multiplié par 4,1 alors que l'inflation officielle ne l'est que par 1,3.

2) À en juger par la partie de l'article consacrée à la France, le *boom* économique n'y a lieu vraiment que de 1952 à 1973, c'est-à-dire 21 ans et non trente ! Il y a même eu un recul très sévère avant cette période : « ...en raison d'une inflation galopante : entre 1945 et 1948 les salaires nominaux triplent mais le pouvoir d'achat recule d'un tiers » – glorieux !

Par ailleurs, il me semble que l'accès à la « consommation » en France a été moins dû aux hausses salariales (rongées par l'inflation) qu'à trois autres facteurs qui n'apparaissent pas dans l'article :

a) les effets de la loi du 1^{er} septembre 1948 sur la limitation des hausses des loyers (et de ses décrets annuels d'application avec des pourcentages maximum très inférieurs à l'inflation). L'une des conséquences secondaires en a été une forte pression à la baisse (relative) sur les prix immobiliers et, en conséquence, la vente à des prix « accessibles » de nombreux appartements à leurs locataires ;

b) entre la Libération et 1966 s'étendit une longue période de « répression financière » par la Banque de France et la Caisse des Dépôts (voir [ici](#), p. 20) qui ont maintenu les taux d'intérêts (à court et long terme) à des niveaux « accessibles » (surtout compte tenu de l'inflation), ce qui a pu renforcer les effets de la loi de 1947 sur l'acquisition de leur apparte-

ment par de nombreux locataires.

c) la conjonction d'une inflation forte, de taux d'intérêt (relativement bas) et d'une forte stabilité de l'emploi a permis l'essor du crédit à la consommation.

En privilégiant ces trois groupes de facteurs, je ne fais pas une hypothèse d'école: ils ont eu des effets évidents sur le niveau de vie de plusieurs foyers de ma famille dans cette période.

3) En ne donnant presque aucun détail sur les années 1974-'75, les gentils bénévoles du discours dominant qui ont rédigé cet article, se débarrassent de la fin du cycle JUGLAR... car elle est bien embarrassante. Si on s'en tient à la période du titre de Fourastié (1946-1975, ce qui fait vraiment trente ans), on observe aux États-Unis une sixième récession (voir ci-dessus) et la première récession officielle en France depuis 1950...

Les thuriféraires ne peuvent finir sur une note négative: le quasi-silence sur les années 1974-'75 est rempli par les progrès des années 1980-2000 – c'est hors-sujet, mais tellement plus glorieux!

L'article en anglais ([ici](#)) reflète largement le discours dominant, mais signale tout de même que selon les recherches de Th. PİKETTY, la période de croissance exceptionnelle due au rattrapage de l'Europe de son retard des années 1913-'50 ne dure que de 1950 à 1970. Il n'est pas exclu que des études ultérieures ternissent encore plus la réputation de ces Trente prétendues Glorieuses...

[45] Bien avant la fin des prétendues Trente Glorieuses, les difficultés économiques qui conduisirent aux ordonnances d'août 1967 et à la grève générale de mai 1968, donnèrent lieu à une concertation entre haut-fonctionnaires français sur la nature des crises économiques et la possibilité d'y remédier qui s'incrimait dans le cadre de la planification économique que le général De Gaulle considérait comme une « ardente obligation ». Ainsi naquit en 1974 l'École de la régulation qui contestait la notion de cycle économique héritée de JUGLAR.

Pour une première approche de l'École de la régulation, on peut consulter les articles de la Wikipédia française consacrés à Michel AGLIETTA ([ici](#)), André ORLÉAN ([ici](#)), Robert BOYER ([ici](#)) et celui sur la « Théorie de la régulation » ([ici](#)) – de préférence dans cet ordre (qui suit d'ailleurs le développement chronologique), car le dernier article donne un aperçu à mon sens trop dogmatique et réducteur de la diversité présente dans ce courant d'analyse économique. Par exemple, la sous-estimation des facteurs « endogènes » y est caricaturale: « Un régime stable se traduit par de la croissance. L'économie et le rapport salarial sont modifiés par cette croissance. Les modifications institutionnelles pour s'adapter au changement génèrent des crises. [] Les chocs endogènes sont le résultat d'un changement social ... »; or, par définition, les facteurs « endogènes » d'un phénomène économique sont économiques et non sociaux: ce passage montre que son auteur est tributaire de la vision néo-classique de l'économie de marché comme un système en équilibre stable, alors que l'article sur Robert BOYER résume: « Dans son ouvrage *La Théorie de la régulation*, Robert BOYER développe une alternative au modèle néoclassique de l'équilibre général ». (Notons d'ailleurs que les références dans les notes sont beaucoup moins diverses que dans la bibliographie.)

Les analyses de l'École de la régulation peuvent être intéressantes pour étudier plus finement les crises économiques et pour trouver des mesures permettant d'« adoucir » (dixit JUGLAR) les conséquences des crises, mais l'accent mis sur les régulations nationales tend à occulter la simultanéité internationale de ces phénomènes que les politiques conjoncturelles n'ont jamais permis d'éviter. Plus d'un siècle auparavant, JUGLAR y avait déjà répondu en 1863:

« C'est surtout dans ces derniers temps que le retour périodique des crises a été observé, et que leur coïncidence en France, en Angleterre, en Allemagne et aux États-Unis, a éveillé l'attention. C'est qu'en effet une solidarité paraît exister entre les grands pays du commerce et de l'industrie. [] La similitude et la simultanéité de ce mouvement en France et en Angleterre, indiquent bien qu'il n'a rien de particulier et de local, et qu'il ne subit pas l'influence des institutions ou des lois du pays. » (*op. cit.*, pp. 1 et 8)

pays concernés (*op. cit.*, p. 374-375). On peut ajouter que les crises états-uniennes analysées par JUGLAR se sont produites dans des cadres institutionnels très différents (avec ou sans banque centrale etc., voir la partie « History » de l'article de la Wikipedia en anglais sur la Réserve Fédérale, [ici](#)).

Fondée en 1974 par la thèse d'AGLIETTA et sa discussion systématique, l'École de la régulation est un pur produit de la période qui vient de s'achever par l'abandon de la convertibilité en or du dollar états-unien et le premier choc pétrolier. Dépassée par la situation nouvelle, elle éclate en courants divers.

[46] L'article ajoute plus loin: « Les ventes ont principalement porté sur les lingots et lingotins de petite taille (de 5 à 500 g) []. Ces produits ne souffrent pas de problèmes d'approvisionnement puisqu'ils sont régulièrement fabriqués par des fondeurs. » Sauf qu'à la date indiquée les principales fonderies (suisses) étaient confinées, qu'il y avait aussi des problèmes de transports et que nombre de vendeurs d'or signalaient des problèmes d'approvisionnement... Le directeur du Comptoir National de l'Or affirme: « Nous avons pu assurer la livraison à domicile des clients acheteurs dans des délais très courts compte tenu de la situation. » A-t-il mis sa prime à la hauteur de celle des vendeurs évoquant des problèmes d'approvisionnement ou est-ce un effet de la forte demande?

[47] Les taux de l'inflation selon l'INSEE étant 2012=2,0 / 2013=0,9 / 2014=0,5 / 2015=0 / 2016=0,2 / 2017=1,0 / 2018=1,8 / 2019=1,1, on obtient approximativement la progression suivante:

sept '12	sept '13	sept '14	sept '15	sept '16	sept '17	sept '18	sept '19	juin '20
1374	1401	1414	1421	1421	1424	1438	1464	1476



Notabene À notre connaissance, ce texte ne duplique aucune publication existante. Cependant si vous pensez qu'il s'agit d'un doublon, veuillez le signaler par un courriel à econocrite@....

Par ailleurs, si vous connaissez un texte qui traite du même sujet, mais selon vous de meilleure manière, veuillez le signaler aussi: nous ne souhaitons pas encombrer l'internet avec des textes inutiles.



DISCUSSION

Ce billet ne nous satisfait guère et fera sans doute l'objet d'une nouvelle version. Votre participation à sa discussion pourrait nous aider. Pour ce faire, veuillez adresser à

econocrite@ecoqc.site

vos commentaires en les présentant dans le courriel lui-même: par mesure de prudence, nous n'ouvrons aucune pièce jointe. Pour la même raison, nous ne cliquerons sur aucun lien: donnez-nous les caractéristiques suffisantes pour nous permettre de trouver par un moteur de recherche ce que vous voulez nous signaler. Au plaisir de vous lire...