

Le krach boursier de juillet-août 2011

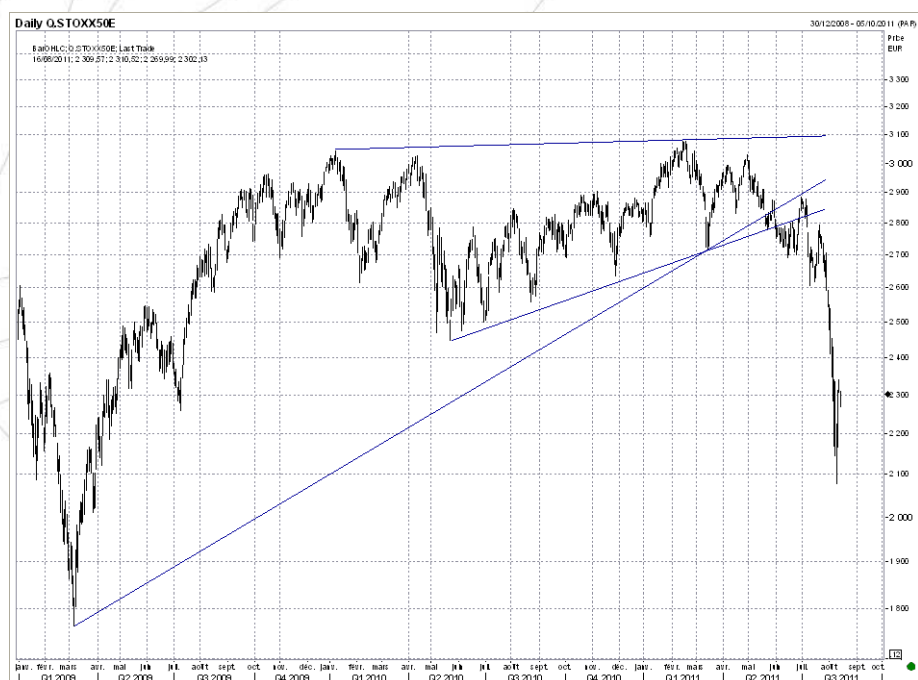
Analyse technique et problématiques de long terme

Jacques Ninet
Centre de Recherche UFG-LFP

1 Analyse technique

1.1 Constat

L'effondrement boursier (30% de baisse du 18 février au 9 août) s'analyse comme une brutale sortie par le bas d'un *range* (Eurostoxx) ou d'un *wedge* (Stoxx) dont les durées, respectivement 18 et 14 mois, étaient tout à fait exceptionnelles (hormis pour le marché japonais depuis le krach de 1990).





La baisse de juillet-août a été des plus violentes. Depuis que les indices européens existent, seule la séquence de septembre 2002 (Enron) avait été plus brutale. Aux Etats-Unis, en revanche, la baisse récente n'a pas effacé celles d'octobre 1987 ou octobre 2008 (Lehman).

		jours baisse consécutifs	baisse totale (log)	baisse moyenne
S&P500	oct-87	4	33,60%	8,4%
	oct-08	8	26,01%	3,3%
	juil-11	7	11,80%	1,7%
Eurostoxx 50	sept-02	9	21,90%	2,4%
	juil-11	11	19,30%	1,8%
CAC 40	dec 1987	9	11,50%	1,3%
	sept-02	9	21,40%	2,4%
	juil-11	11	20,60%	1,9%

1.2 Prospective

Est-il possible de formuler un pronostic pour la suite ? En partant du top de février 2011, on décompte trois séquences de baisse/rebond avant la très

forte baisse de fin juillet. En considérant ce schéma, deux cas de figure viennent à l'esprit.

- Une réplique, à l'envers, des mouvements de départ, conduisant à une série de rebond/(re)baisse de forte amplitude et d'assez longue durée (2-4 mois) mais au total sans grande dynamique baissière.
- Une fin de mouvement à l'image de ce qui s'était passé fin 2008 début 2009, c'est-à-dire un rebond assez prononcé suivi d'une capitulation (32% de baisse sur l'Eurostoxx du 6 janvier au 9 mars 2009). Cet épisode conduirait les indices sur les points bas de 2002-2003 ou 2008-2009.

1.3 Explication

Au-delà de l'aspect saisonnier et du champ libre laissé au trading automatisé (algorithmes), qui a probablement accentué « l'appel vers le vide » et peut expliquer des variations instantanées d'ampleur inédite, c'est indiscutablement l'accumulation d'évènements touchant à la fois aux problèmes d'endettement public et aux perspectives de croissance qui a eu raison de la résistance des marchés.

Lieu de confrontation des opinions sur la valeur futures des dettes et des créances, les marchés fondent ces opinions sur une représentation du monde elle-même basée sur des faits avérés et sur des croyances, dans des proportions variables qui déterminent le niveau d'instabilité potentielle des cours¹. Lorsque les croyances dominent, parce que les faits sont par trop contradictoires et/ou les scénarios trop indécis, le risque de versatilité augmente dangereusement.

Dans le cas présent, la croyance concernait la compatibilité de mesures d'austérité exceptionnelles pour lutter contre le surendettement avec la soutenabilité d'une reprise économique pourtant obtenue exclusivement à

¹ Les agences de notation n'émettent que des opinions. Les Banques centrales se sont refusées à exercer ce métier parce qu'elles ne produisent pas des opinions mais des actes. Le problème des agences est leur structure oligopolistique qui supprime la diversité d'opinions et confère à celles qu'elles émettent une capacité auto-réalisatrice considérable

partir des stimuli budgétaire après la récession provoquée par la crise du crédit. La violence du choc s'analyse comme la prise de conscience brutale du caractère paradoxal voire schizophrénique de cette double exigence des marchés, alors qu'aucun des grands déséquilibres de l'économie mondiale n'a été réellement traité. La coïncidence de la dégradation de la note de la dette américaine par S&P et de la publication de chiffres attestant d'un ralentissement de l'économie mondiale au deuxième trimestre a soudain révélé le caractère irréaliste de ces attentes, en dépit des promesses et gesticulations des autorités et des économistes « officiels ».

Aucun économiste sérieux et, pour tout dire, aucun homme de bon sens ne pouvait pourtant croire que la cure d'austérité promise pour rétablir les finances publiques serait sans effet récessif, à moins de donner à la stabilité des taux et à la hausse des profits des vertus principielles sans rapport avec la réalité. Il s'agit en effet d'une exigence absurde. C'est parce qu'elles n'étaient plus en mesure de produire ce qu'elles consomment que les classes moyennes de l'occident se sont endettées (US, UK, Espagne) ou ont été « secourues » par les subsides publics (Europe du sud). L'insolvabilité des débiteurs privés et les secours apportés aux banques ont ensuite rassemblé dans le giron public ces deux catégories. Vouloir leur faire supporter l'essentiel de l'effort d'austérité c'est au mieux les ramener à la case départ, au pire leur infliger une double peine. Au total, la « dictature des marchés », comme tout régime basé sur l'égoïsme d'une minorité, se révèle suicidaire dans le long terme : les marchés, en votant la défiance, se vengent de leurs propres excès.

Il n'y a a priori aucune chance de sortir de cette configuration tant que le Politique n'aura pas pris la mesure des problèmes réels et adapté ses réponses à cette analyse rénovée. Des mesures telles que la « Golden rule » sont, de ce point de vue, de pures incantations qui laissent sceptiques sur la capacité des dirigeants actuels à mener une telle analyse.

2 Problématiques de long terme.

2.1 L'apport de la lecture par les cycles Kondratiev (extrait d'une note de commentaires publiée dans *Economie Appliquée*² fin 2010, qui reste d'actualité).

« Bien qu'elle ne recouvre pas exactement le clivage entre classiques et hétérodoxes, l'opposition entre deux grilles de lecture des « cycles » Kondratiev montre la nécessité, pour les financiers, de s'interroger sur le fond.

En schématisant on peut sur ce sujet distinguer deux camps :

• d'un côté les partisans d'une interprétation dans laquelle le cycle repose essentiellement sur les phases d'innovation et génère son propre retournement par suite de l'excès d'investissements et de l'abaissement du taux de profit, lorsqu'une « grappe » d'innovations arrive à maturité, avant de repartir avec l'éclosion de la grappe suivante ;

• de l'autre ceux qui accordent une part prépondérante aux structures sociales d'accumulation. Dans cette lecture, les mouvements Kondratiev ne sont pas des cycles mais des ondes, puisque le redémarrage dépend de l'instauration, non acquise a priori, d'une nouvelle structure sociale capable d'impulser une phase d'expansion longue.

La période actuelle peut alors être envisagée de deux façons radicalement opposées :

• Soit les technologies de l'information ont créé les conditions d'un redémarrage du cycle après la phase descendante s'étendant de la fin des années 60 au début des années 80 (ou 90 selon les auteurs) et nous traversons simplement une phase un peu aigüe d'instabilité financière au sein d'une phase d'expansion longue.

• Soit, au contraire, la structure néo-libérale mise en place à partir de Reagan-Thatcher n'est pas une structure sociale d'accumulation propice à un développement long, notamment du fait de la déflation salariale et de l'insuffisance chronique de consommation solvable. Dans cette optique,

² Réflexions sur la prospective en usage dans l'industrie financière. J Ninet. *Economie Appliquée* tome LXIII, 2010 N°4 p197-206)

donc, la phase descendante des années 70 n'a pas encore atteint son terme.

Il est certes peu aisé de trancher entre ces deux thèses, tant le comportement des marchés financiers avec les fortes hausses de 1995-2000 et 2003-2007 et les krachs de 2000-2002 puis 2007-2009 brouillent les pistes. De plus, le décollage des pays émergents a créé un monde à deux vitesses dont la croissance moyenne a peu de sens. Une conciliation possible reviendrait à dire que les excès de la sphère financière, nés du partage inégal des gains de productivité et de la nécessité de soutenir la demande des ménages par l'enrichissement patrimonial virtuel, ont sapé les fondements de la phase d'expansion effectivement issue de la révolution numérique, qui vient donc de tourner court....au moins pour l'Occident.

Ce débat n'est pas seulement théorique. Il est au contraire de première importance opérationnelle car sa conclusion dessine la perspective de long terme dans laquelle doit s'inscrire toute prévision. Selon que l'on accorde ou non une place prépondérante à la question des revenus, la reprise récente est ou n'est pas du tout l'amorce d'une véritable sortie de crise.

2.2 L'apport du concept d'économie-monde (F.Braudel, I Wallerstein)

La chute du communisme, l'ouverture de la Chine au commerce international et le décollage des pays dits émergents marquent la transition entre deux phases de longue durée : celle de l'hégémonie américaine sur l'économie-monde occidentale d'une part et celle de l'économie mondiale intégrée (le village global) et multipolaire, dont la Chine pourrait être le prochain centre, mais ne l'est pas encore, d'autre part.

Le fait marquant de cette transition est qu'à la différence des précédentes elle ne se traduit par aucun affrontement militaire direct, l'arme thermonucléaire rendant le recours à la force dangereusement binaire. Tandis que des conflits périphériques épuisent l'ancien « maître du monde », la guerre économique est totale avec, comme conséquence de la paix relative, une autonomie complète des firmes transnationales vis-à-vis des Etats-nations. C'est en effet la caractéristique majeure de la globalisation, que ces firmes s'inscrivent pour

leur plus grand profit au cœur des relations entre la Chine et le reste du monde, quelles que soient les conséquences pour les peuples impliqués.

Quel équilibre émergera de cette transition et avec quel système politico-économique ? Formuler un pronostic est raisonnablement impossible. La seule certitude est qu'un tel processus est nécessairement long (décennies), que les peuples peuvent à tout moment en redevenir des acteurs majeurs et qu'enfin le problème du partage des ressources naturelles et le contrôle de l'intelligence vont y jouer un rôle prépondérant.

2.3 La question de l'Europe.

Il est clair depuis longtemps que l'Europe monétaire, cheval de Troie d'un fédéralisme aux contours imprécis, ne représente que la moitié du chemin vers l'union économique. et que faute de parcourir la seconde, les effets nocifs de cette incomplétude sont dévastateurs. Au point où nous voici rendus, il est devenu évident que le rêve des pères fondateurs s'est envolé devant le retour en force des égoïsmes nationaux. A l'image du monde, l'Europe et l'Euro zone restent fondamentalement des zones non-coopératives dont chacun cherche à tirer le bénéfice maximum, jusqu'à la limite extrême du point de rupture. Sur ce sujet aussi, les économistes ont cru pouvoir inventer des règles nouvelles s'exonérant des relations fondamentales entre productivité/balance extérieure/taux de change et taux d'intérêts. Curieusement, alors que le capitalisme est ouvertement transnational, ce sont les forces politiques des Etats-nations qui freinent devant l'absolue nécessité du fédéralisme, probablement parce que flatter les sentiments nationaux reste le meilleur levier électoral, même lorsque c'est économiquement absurde.

2.4 Bilan global : Le « carré magique » de la prospérité.

Indépendamment des problèmes spécifiques liés à l'environnement, la croissance durable repose sur les quatre piliers ci-dessous.

Démographie	Innovation Education / Recherche
Soutenabilité du modèle social	Soutenabilité de l'insertion dans l'économie globale

A ces quatre piliers sont associés différentes actions permettant de les conforter ou de pallier des insuffisances

Flux migratoires	Intelligence économique
Politique budgétaire Crédit	Maîtrise du change barrières douanières

Lorsqu'un Etat ou une zone économique est privée d'un de ces piliers et/ou des leviers permettant de pallier sa défaillance, c'est l'ensemble de sa croissance qui est en danger.

Appliquée aux pays membres de la zone euro, cette grille de lecture appelle la mise en oeuvre de réformes profondes qui vont très au-delà de ce qui est envisagé aujourd'hui.

3 CONCLUSION

Les indices boursiers larges : « global picture ».

S&P 500



Stoxx 600



Bien qu'ils aient revisité en 2007 les plus hauts de 2000 (ce qui n'a jamais été le cas pour le Japon), une décennie a déjà été perdue par les

indices larges européens et américains. Pour tenter de répondre à la question de savoir si la rechute brutale de l'été 2011 est annonciatrice de temps durablement difficiles, l'analyse de fond menée dans ce document met en lumière les challenges extrêmement sérieux auxquels sont confrontées les économies de ces pays/régions et l'inadéquation des réponses fournies jusqu'à ce jour. En dépit de l'immense potentiel de l'innovation technologique réalisée et à venir, le retour à la croissance durable et à la stabilité financière passe par un réajustement des conditions d'équilibre social (interne) et de coopération internationale (externe) qui est loin d'être acquis.