

L'or

1. Combien devrait valoir l'or aujourd'hui ?

Première estimation historique

Contrairement aux papiers-monnaies dont la valeur s'est érodée avec le temps, l'or a presque conservé son pouvoir d'achat.

Au temps des romains, on disait qu'il était possible d'acheter une très belle suite d'habits pour un homme avec une once d'or (31 gr. = \$450). Aujourd'hui il faudrait plutôt compter avec deux voire quatre onces d'or. Il est pourtant difficile de comparer la valeur de vêtements en l'an 100 et en l'an 2000, car aujourd'hui on utilise des machines très performantes qui réduisent le nombre d'heures de travail. Le coût de fabrication en nombre d'heures travaillées est forcément moins grand, donc une once d'or aujourd'hui devrait acheter un peu plus qu'un très bel ensemble, ou alors il faudrait l'acheter chez un grand couturier, qui lui, travaille toujours à la main. Pour sortir un chiffre de cette comparaison, on dira qu'une once d'or ayant gardé le même pouvoir d'achat depuis le temps des romains **devrait valoir aujourd'hui entre \$1000 et \$2000**, ce qui nous donne un potentiel d'appréciation de 2 à 4 fois pour le prix de l'or.

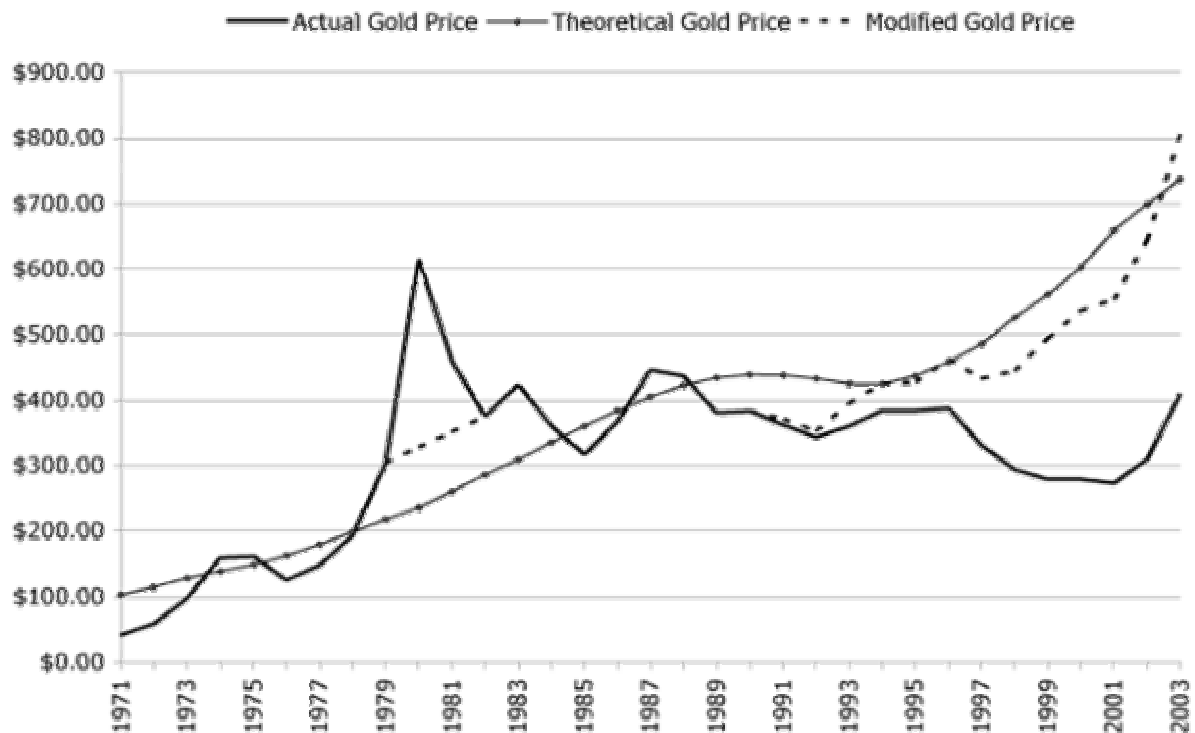
Il faut cependant savoir que l'or est une matière première qui a la particularité de s'accumuler depuis les débuts de l'histoire humaine. La quantité d'or (bijoux, pièces d'or, lingots) grossit d'année en année à cause de son extraction par les compagnies minières. En 1945, on comptait 63'570t d'or contre 144'092t en 2003. L'augmentation se chiffre à +1,7% par année depuis 1900. On peut donc parler d'une inflation pour la quantité d'or, de la même façon que l'on parle d'une inflation pour la quantité de papier-monnaie en circulation. Mais comme la population mondiale est elle aussi en augmentation de +1,7% par année depuis 1950 (2'519 mio habitants en 1950 contre 6'465 mio en 2005), on peut dire que **la quantité d'or reste constante par rapport à la population humaine**.

Seconde estimation selon l'inflation

Selon une étude de l'analyste **Paul Van Eeden**, l'or était correctement évalué à \$35 entre 1940 et 1957. Avec ce point de départ, il a calculé en fonction de l'augmentation de la masse monétaire ce que devrait valoir l'or aujourd'hui. En prenant en compte +7,8% d'inflation monétaire par année depuis 1950 et +1,73% d'augmentation de la quantité d'or par année, le prix de l'or aurait dû suivre une inflation de +6,07% (7,8%-1,73%), ce qui donnerait **un prix théorique de \$894 aujourd'hui, et de \$1132 en 2009**. Selon Van

Eeden, ces valeurs seraient certainement dépassées en cas de crise monétaire et d'engouement populaire pour l'or, comme ce fut le cas entre 1978 et 1983.

Theoretical versus Actual Gold Price



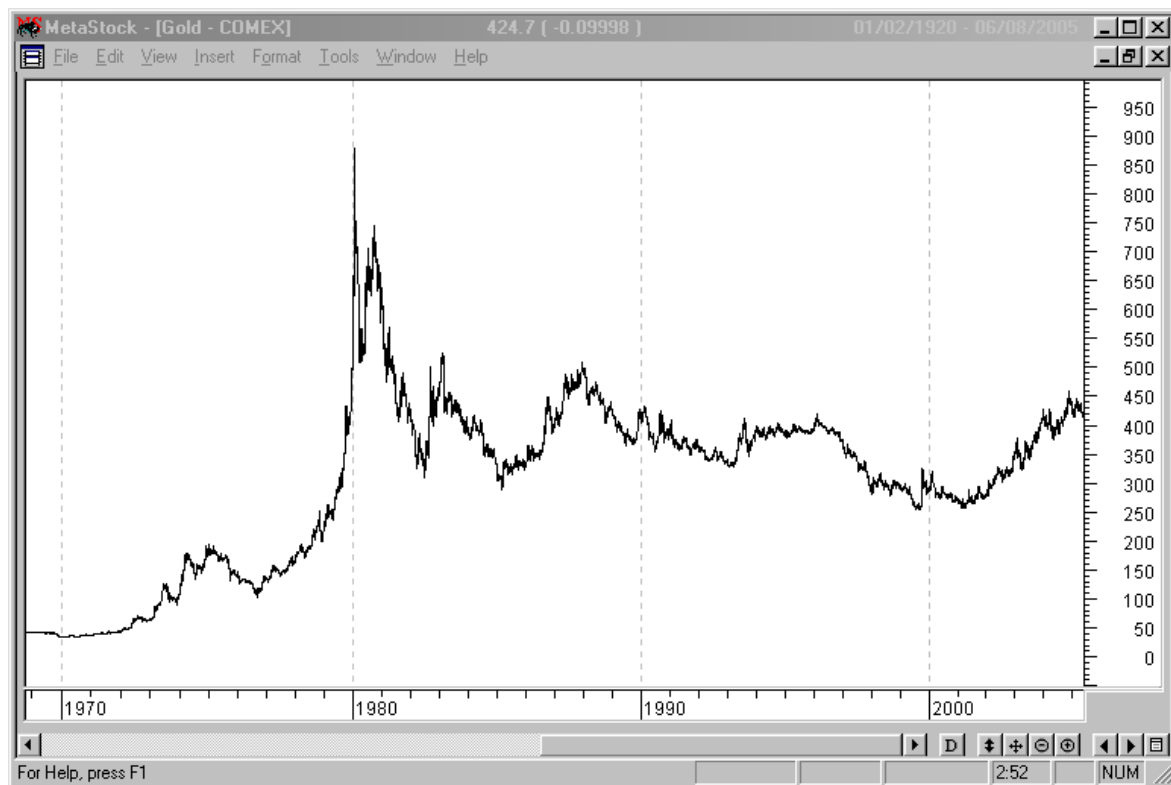
Courbe en gras = prix mensuel de l'or de 1971 à 2003

Courbe continue avec les points = prix théorique de l'or. On constate en 2003 un grand écart entre les deux courbes, ce qui constitue une opportunité d'achat sur l'or.

Paul Van Eeden pense que le prix pourrait faire un pic au-delà de sa valeur théorique, peut-être vers **\$1500 ou \$2000 d'ici 2009-2014**. Le modèle de cet analyste donne donc un potentiel d'appréciation de 2 à 4 fois pour le prix de l'or, à inflation constante de 2005. Si l'inflation devait s'emballer, le prix théorique de l'or serait revu à la hausse !

Edgar J. Steele est un autre analyste financier qui s'est essayé à calculer le juste prix de l'or aujourd'hui. Il constate qu'en 1945, la quantité totale de monnaie en circulation à travers le monde était de \$300 milliards, contre \$30'000 milliards en 2003, soit une augmentation de 100 fois. Le prix de l'or aurait dû suivre ce taux d'inflation de la monnaie de +8,26% par année depuis 1945 corrigé de +1,73% (inflation de l'or), à savoir un taux d'inflation de +6,5% par année. Le calcul nous donne un prix théorique de \$1300 pour 2005 et \$1500 pour 2009. Cette méthode est la même que celle de Van Eeden, mais en partant d'un prix de l'or correctement évalué à \$35 en 1945 au lieu de \$35 en 1959.

Edgar J. Steele pense que l'or va faire un pic à \$3000 ou \$4000 d'ici 2010 et peut-être avant, puis revenir à **un point d'équilibre autour des \$1500**, en terme de dollars de 2005 (avec l'inflation des années à venir il faudra corriger ces valeurs à la hausse en conséquence). Ici le potentiel d'appréciation pour le prix de l'or est de 3 à 8 fois.



Prix de l'or en \$ de 1970 à 2004.

Troisième estimation selon le rapport {DOW : OR}

Les phases de hausse et de baisse que l'on observe sur le marché de l'or sont opposées aux phases d'expansion et de contraction de l'économie. L'or se comporte comme une valeur refuge en cas de crise économique, et comme une vieille relique barbare en cas de boom économique.

Les 17 dernières années d'expansion économique ont été des années effroyables pour le marché de l'or. Il est passé de \$850 en 1980 à \$252 en 2001. A cause de l'inflation, \$850 de 1980 ont le même pouvoir d'achat que \$2140 aujourd'hui. Donc le prix de l'or est en réalité passé de \$2140 à \$252 en 19 ans, ce qui correspond à une baisse de 88%, contre une hausse de 8 fois pour l'indice (corrige de l'inflation) des actions américaines SP500 (représente 500 compagnies américaines cotées en bourse). Ouille...

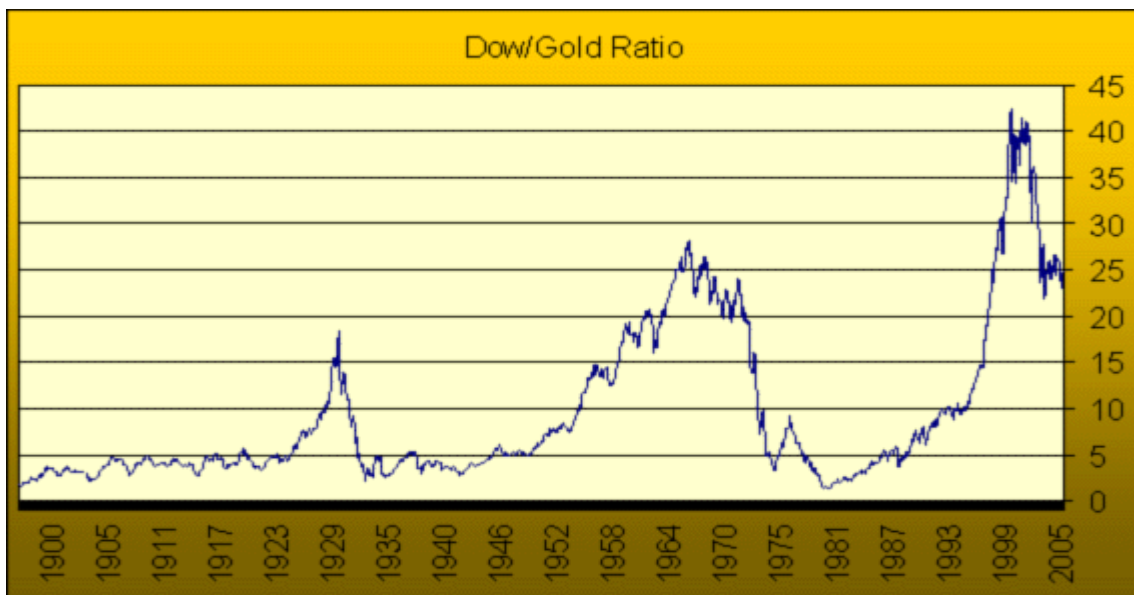
Durant le cycle précédent, de 1970 à 1980, l'or passait de \$35 à \$850 (corrige de l'inflation, cela correspond quand même à une hausse de \$200 à \$2140 aujourd'hui, soit plus de 10 fois), tandis que le marché des actions perdait plus de 50 % de sa valeur.



Indice SP500 des actions des 500 compagnies américaines les plus représentatives de l'économie des USA. La courbe rouge est la valeur du SP500 corrigée de l'inflation, exprimée en dollars de 2005. Alors que l'indice SP500 en bleu affiche une hausse de 14 fois entre 1982 et 2000, si l'on tient compte de l'inflation la performance se réduit à 8 fois avec la courbe rouge. De même que l'indice semblait évoluer latéralement entre 1968 et 1982, il a en réalité perdu 64% de sa valeur si l'on tient compte de l'inflation !

Durant le présent cycle, débuté en 2001, l'or est passé de \$252 à \$450 (+80%), tandis que le marché des actions est en baisse de 18% jusqu'à l'été 2005. Certains experts disent que nous ne nous trouvons qu'au début d'un long marché haussier pour l'or, et d'un long marché baissier pour les actions, qui pourraient durer encore une décennie.

Si l'on **divise** l'indice principal du marché des actions américaines DOW par le prix de l'OR, on obtient un rapport qui varie historiquement de 1 à 42. Il s'écrit {DOW : OR} ou {DOW : GOLD}.



Ce graphique montre les périodes où il faut détenir des actifs papiers (actions), et les périodes où il faut détenir des actifs solides (or)

Une augmentation de la valeur du rapport {DOW : OR} sur plusieurs années indique que le prix de l'or est moins fort que le prix des actions durant cette période, donc que le marché de l'or est délaissé au profit du marché des actions.

Inversement, une diminution de la valeur du rapport indique que le prix de l'or est plus fort que le prix des actions, et que l'or est recherché comme valeur refuge.

Sur ce graphique, on voit que les sommets et les creux du rapport {DOW : OR} correspondent aux sommets et aux creux des cycles économiques. Rien de nouveau ici, si ce n'est la valeur du rapport. Si on se base sur le passé, le rapport atteint une valeur entre 1 et 3 à la fin d'un marché haussier pour l'or (et donc à la fin d'un marché baissier pour les actions). En supposant que le ratio baisse jusqu'à 2, le marché des actions représenté par le DOW devrait baisser de 90% si le prix de l'or ne bouge pas, ou l'or devrait grimper de 10 fois si le DOW ne bouge pas :

$$\frac{\text{DOW}}{\text{OR}} = \frac{20}{1}$$

Valeur actuelle du rapport. Si le rapport doit chuter à 2, il faut que le DOW soit divisé par 10, ou que l'or soit multiplié par 10.

Le plus probable, c'est que les deux marchés fassent chacun un bout du chemin pour ramener le rapport aux alentours de 2. Par exemple une baisse de 50% supplémentaire pour le DOW et une hausse de 5 fois pour l'or :

$$\frac{\text{DOW} \div 2}{\text{OR} \times 5} = \frac{20 \div 2}{1 \times 5} = \frac{2}{1}$$

Il faut garder en tête que la valeur comprise entre 1 et 3 ne serait atteinte que sur une courte période de temps, et que cette valeur doit nous servir d'indicateur pour vendre l'or. A partir de 3, il serait en effet prudent de commencer à vendre partiellement ses avoirs en or, même s'il est possible que le rapport descende jusqu'à 1. Entre 3 et 1, cela peut représenter encore une appréciation de 3 fois pour le prix de l'or, mais à ces niveaux la tendance peut se renverser à tout moment.

En résumé, cette dernière méthode d'estimation ne nous fournit pas de valeur théorique précise pour le prix de l'or (puisque nous ne pouvons pas savoir à l'avance de combien va chuter le marché des actions), mais un précieux indicateur qui nous avertira lorsque le prix de l'or aura atteint une valeur extrême. On peut tout de même avancer, avec un rapport {DOW : OR} compris entre 3 et 1 et un indice DOW en chute de 50% depuis les niveaux actuels, un prix de l'or allant de \$1500 à \$4000, ce qui correspond parfaitement à nos estimations précédentes.

2. D'autres arguments en faveur de la hausse du prix de l'or.

A. Les banques centrales

Les banques centrales ont vendu d'énormes stocks d'or sur le marché depuis l'abandon de la couverture en or des monnaies en 1971. Cela a causé de fortes pressions baissières sur le prix de l'or jusqu'en 1999, où les principaux pays détenant encore de l'or ont signé un accord pour limiter ces ventes et les annoncer longtemps à l'avance (l'accord de Washington autorise la vente de 500 tonnes d'or par année pour l'ensemble des banques centrales signataires)

Le résultat de ces ventes, c'est qu'en 2003 seul 20% de l'or mondial était encore détenu par les banques centrales, contre 68% en 1945. Le reste est détenu par les privés sous forme de lingots, de pièces de monnaie ou de bijoux. Les banques centrales n'ont donc plus beaucoup de moyens pour « déprimer » le cours de l'or par des ventes supplémentaires.

Plus positif encore, il s'est développé ces dernières années une nouvelle tendance parmi certains pays en voie de développement (Chine, Russie, Argentine,...) qui ajoutent de l'or dans les coffres de leur banque centrale, suite à une méfiance accrue envers le dollar.

B. La production d'or

Les compagnies minières aurifères ont été durement touchées par la baisse du prix de l'or durant les années 90. Celles-ci ont puisé dans leurs réserves (minerai contenant de l'or en quantité prouvée par de nombreux forages) sans effectuer le coûteux travail d'exploration pour les remplacer. Les réserves en or de ces compagnies ont fondu, et le travail d'exploration qui doit être entrepris aujourd'hui est énorme.

Cela prend des années pour découvrir puis délimiter un gîte d'or économique (beaucoup de gîtes ont une teneur en or insuffisante pour que des opérations d'extraction soient rentables). Ensuite il faut réaliser une étude de faisabilité et demander tous les permis nécessaires, qui ne sont pas toujours accordés (contraintes environnementales et politiques). En gros, il faut compter entre 2 et 5 ans pour commencer la construction d'une mine à partir de la découverte d'un dépôt d'or.

Ces prochaines années, la production d'or risque donc de stagner, voire baisser, ce qui est très positif pour le prix de l'or. L'autre point positif, c'est que même si le prix de l'or décolle, les producteurs ne seront pas à même d'augmenter leur production pour répondre à la demande. Ils ne peuvent pas ouvrir de nouvelles mines du jour au lendemain, et en ce sens, l'offre d'or est inélastique.

C. La demande des investisseurs

Le troisième argument pour une hausse du prix de l'or, c'est la petite taille du marché de l'or comparée à la quantité de dollars qui sont investis dans le marché des actions et des obligations.

Nous allons faire un rapide calcul pour nous en convaincre :

Quantité d'or mondiale = env. 148'000t. = 5285 million d'onces

A \$450 l'once, cela représente donc \$2'378 milliards.

A côté de cela, nous avons les données suivantes :

Valeur totale des obligations sur tous les marchés mondiaux = \$33'000 milliards (données 2001)

Valeur totale des actions sur tous les marchés mondiaux = \$26'400 milliards (données 2002)

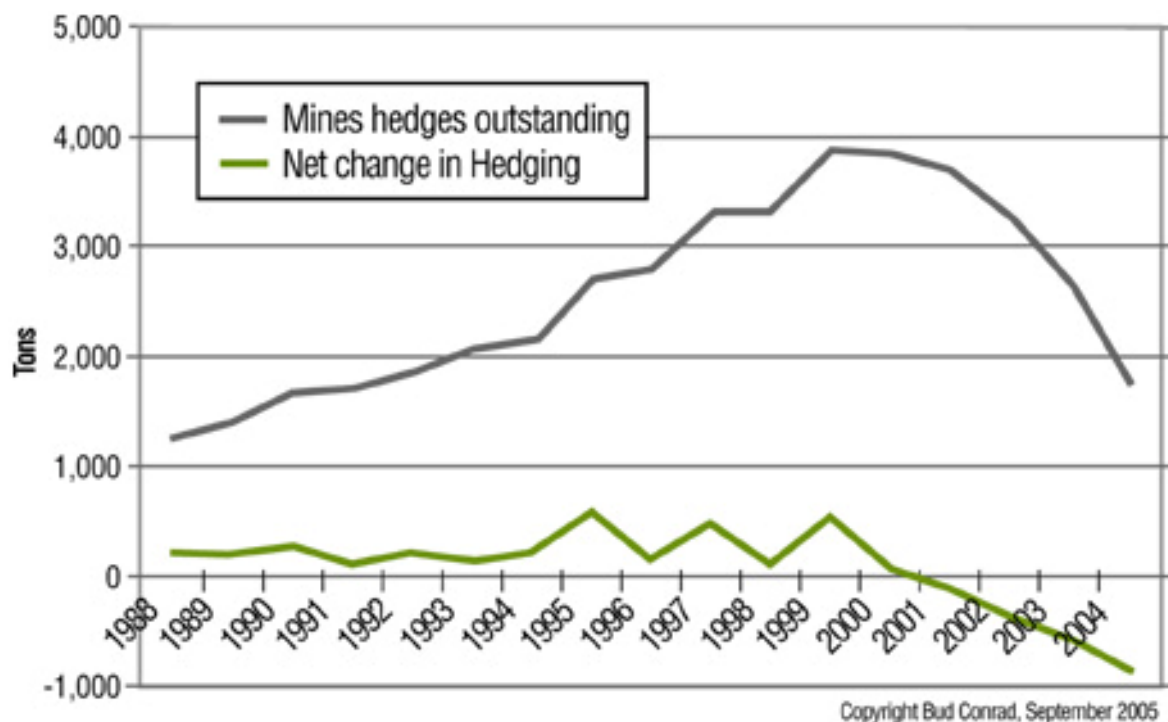
Ces deux derniers marchés sont 24 fois plus grands que le marché de l'or. Clairement, en cas de crash boursier, les capitaux qui fuiraient les actions ou les obligations ne pourraient entrer dans le marché de l'or sans causer une hausse vertigineuse du prix de l'or.

Si seulement 4% des capitaux investis dans les actions et obligations devaient chercher refuge dans le marché de l'or, cela représenterait \$2'376 milliards, soit l'équivalent de la valeur totale de l'or mondial. Une telle somme aurait donc la capacité de faire littéralement décoller le prix de l'or.

D. Les couvertures des producteurs d'or.

Durant les années 90, les producteurs d'or ont eu souvent recours à des banques privées pour leur permettre de vendre à l'avance une certaine quantité d'or à un prix déterminé. Par exemple, un producteur vendait à l'avance 10 tonnes d'or par année, durant 5 ans à un prix moyen de l'année en cours de \$400/once, lorsqu'il pensait que le prix allait baisser les 5 années suivantes. Si le prix moyen chutait à \$300/once les 5 années suivantes, il pouvait quand même le vendre à \$400/once à la banque privée. Et le plus surprenant, c'est que la banque privée ne perdait rien du tout dans la transaction !

Comment cela peut-il fonctionner ? Dans cet exemple, la banque privée devait **emprunter** 50 tonnes d'or à une banque centrale à faible coût (les banques centrales possèdent encore de l'or, malgré l'abandon de la couverture en or des monnaies, ceci pour garantir un peu de crédibilité dans leur monnaie en cas de crise monétaire) et les vendre l'année même de l'accord avec le producteur au prix du marché, donc à \$400/once. La banque privée gardait l'entier de la somme pour l'investir dans des placements sûrs, mais rapportant des intérêts plus élevés. Avec une partie des intérêts, elle payait les intérêts de la location de l'or à la banque centrale, et elle prélevait ce qu'il fallait de la somme pour payer le producteur. Celui-ci lui livrait régulièrement l'or, à raison de 10 tonnes par année, pour remplacer les lingots de la banque centrale qui avaient été vendus. On appelle couverture ce genre de transaction, et les couvertures des producteurs étaient en constante augmentation durant les années 90, comme on peut le voir sur ce graphique :



Copyright Bud Conrad, September 2005

La courbe du haut montre l'augmentation de la quantité d'or couverte. En 1999, près de 4000 tonnes d'or étaient déjà vendues à l'avance à des banques privées, ce qui représente près de 2 années de production mondiale.

Ces quantités d'or empruntées à des banques centrales étaient donc vendues l'année en cours dans le marché, et s'ajoutaient à la production d'or mondiale. L'offre d'or était ainsi en augmentation, et le prix ne pouvait que chuter. Un cercle vicieux s'installait, puisqu'un prix en baisse encourageait d'autres producteurs à vendre à un prix fixe leur production future.

Un changement de tendance s'est produit en 2001, lorsque le prix de l'or a touché son prix plancher. Les producteurs qui avaient encore des couvertures sur leur production future ont perdu des grosses sommes d'argent jusqu'en 2005, puisqu'ils devaient livrer une partie de leur production à un prix inférieur au prix du marché. Ceci a incité les compagnies minières à ne plus prendre de couvertures, et à vendre leur production au comptant. **La réduction des couvertures a un impact positif sur le prix de l'or**, puisqu'elle signifie : 1) que les banques privées n'empruntent plus l'or des banques centrales pour le déverser sur le marché, et 2) que les producteurs qui avaient des couvertures livrent toujours une partie de leur production aux banques privées pour remplacer l'or qu'elles ont emprunté, et donc que cet or est soustrait de l'offre d'or mondiale.

3. Les trois phases d'un marché haussier sur l'or.

Le dernier marché haussier de l'or des années 70 s'est déroulé en trois phases. Durant la première phase, seuls une élite d'investisseurs se rend compte de l'opportunité et prend position dans le marché. Parmi le grand public et les grandes institutions financières, l'or est toujours mal vu, ou totalement ignoré. La première phase est quasiment invisible.

La seconde phase se caractérise par l'arrivée progressive des grandes institutions financières qui commencent à réaliser ce qui se passe. En entrant dans le marché, ils produisent une forte hausse du prix à cause des gros capitaux qu'ils investissent. Cette fois, la hausse ne passe plus inaperçue, et de plus en plus de gens arrivent. C'est durant cette phase que le prix de l'or grimpe dans toutes les monnaies.

La troisième phase se caractérise par l'arrivée du grand public, et elle se termine généralement en « mania » (hystérie collective). **Le grand public se décide toujours au dernier moment, lorsque le prix a affiché de grandes performances sur une grande durée.** Un exemple typique est celui du petit épargnant qui décide d'investir dans l'immobilier aujourd'hui. C'est comme si le prix ne pouvait continuer que dans un seul sens : la hausse. Inversement, le grand public déteste les secteurs délaissés pendant trop longtemps, comme l'or en 2001 après 21 années de baisse et -88% de performance (corrigée de l'inflation). Cette psychologie de l'investisseur provient de notre nature grégaire (comportement de mouton) : **nous ne sommes rassurés que lorsque tout le monde achète la même chose, que cette chose est recommandée partout, et figure en première page des grands magazines.** Malheureusement, lorsque le marché de l'or deviendra si populaire, ce sera le moment idéal pour vendre, et non pour acheter, car sa popularité ne pourra signifier qu'une chose : les dernières personnes à ne pas être investies dans le marché seront des gens qui ne comprennent rien à la finance, et qui achètent sur des conseils de magazines grand public ou sur les recommandations d'une grande banque, adressées au tout venant. Après ces derniers acheteurs, tout le monde voudra se précipiter en même temps vers la sortie afin d'encaisser son profit. Lorsqu'il n'y a plus que des vendeurs, c'est le crash assuré, comme en 1980 après le pic à \$850 sur l'or, ou comme en 2000 après le pic sur les actions technologiques. On peut dire que le grand public commence à acheter lorsque l'élite des investisseurs et les grandes institutions financières commencent à vendre.

La hausse du prix de l'or entre 2001 et 2004 s'est principalement ressentie dans la monnaie dollar. Comme le dollar a chuté par rapport à l'euro et au franc suisse, la hausse du prix de l'or en euros ou en francs suisses était à peine perceptible. Selon certains experts, c'était la phase 1 du nouveau marché haussier de l'or.

En 2005, il s'est produit un événement que beaucoup attendaient : un « découplage » de l'or avec le dollar. En d'autres termes, **l'or a commencé à s'apprécier dans toutes les monnaies, et a marqué le début de la phase 2.** La phase 2 peut durer assez longtemps, car l'opinion générale est plutôt sceptique sur le potentiel de l'or. Ce scepticisme est le signe que l'or va grimper de façon lente et régulière, avant de convaincre le plus grand nombre. La phase 3 pourrait être beaucoup plus courte et violente.

4. Considérations techniques sur le prix



Le prix de l'or en francs suisses vient de franchir un seuil important à 18'000 CHF, qui le libère du canal dans lequel il était limité (données au 25 sept. 05).

Historiquement, le prix avance toujours en faisant approximativement trois pas en avant et deux pas en arrière, donc il y a beaucoup de chance pour que l'on voie le prix revenir vers les 17'000 CHF et peut-être même 16'000 CHF, mais en phase 2 du marché haussier, il faut s'attendre à une accélération de la hausse dans les années à venir. Attention donc à ne pas rater le train en marche !

5. Combien d'or acheter ?

Certaines personnes extrêmement optimistes sur les perspectives de l'or vont jusqu'à placer 100% de leur fortune sur l'or et les actions de compagnies aurifères (effet de levier). D'un autre côté, on retrouve les conseils de prudence traditionnels, qui disent que 5 à 10% de la fortune en or suffisent pour agir comme une assurance en cas de grave crise économique ou monétaire.

Il est en effet prudent de ne pas placer tous ses œufs dans le même panier, car le marché de l'or pourrait encore encaisser un revirement, comme il s'en est produit un durant les années 1975-1976 (voir ci-dessus), alors que le marché de l'or était pourtant en route vers des prix beaucoup plus hauts. Il se peut aussi que l'or reste aux niveaux actuels pendant encore de longues années, n'apportant aucun intérêt à ses détenteurs. Nul ne peut prédire le futur avec certitude, et en ce sens la prudence reste de mise.

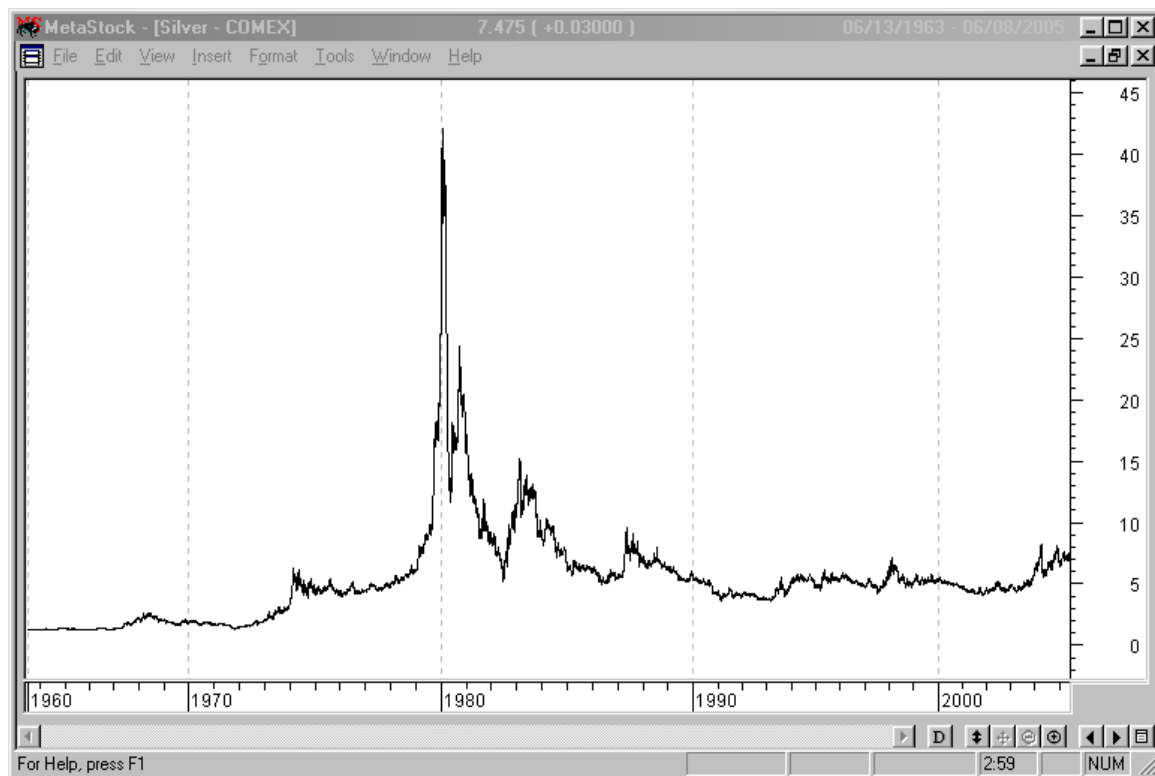
Cependant, en vertu de tous les points positifs pour l'or aujourd'hui, et de tous les points négatifs pour l'économie américaine en particulier, je recommanderais une exposition de 20% de la fortune dans l'or.

Achat physique

Beaucoup d'experts ne conseillent que des achats physiques d'or, c'est-à-dire la possession d'or dans un coffre à la banque, sous forme de lingots ou de pièces d'or. Il existe également des comptes métaux avec lesquels on peut prendre position sur des métaux précieux comme l'or, l'argent ou le platine, malheureusement ces comptes ne sont pas toujours couverts à 100% par le métal. L'investisseur intéressé ferait donc bien de se renseigner auprès de sa banque.

6. L'argent métallique.

L'argent métallique est le cousin de l'or, et dans les années 70, le prix de l'argent avait même fait beaucoup mieux que le prix de l'or. L'avantage de l'argent, c'est qu'il est consommé par l'industrie en grandes quantités (métal indispensable pour de nombreuses applications), et que les stocks mondiaux d'argent sont quasiment à sec ! Si l'on compare ceci avec l'or qui est accumulé depuis des millénaires, et dont les stocks grossissent chaque année de 2500 tonnes, les perspectives de l'argent sont bien meilleures que celles de l'or ! Historiquement, le prix de l'or divisé par le prix de l'argent donne 15. Aujourd'hui, le rapport de l'or sur l'argent nous donne plus de 60. Donc **si le rapport revient à sa moyenne historique, nous pouvons espérer que le prix de l'argent augmente 4 fois plus que le prix de l'or !**



Le prix de l'argent est toujours à la traîne du prix de l'or. Aujourd'hui, le prix de l'argent est sous les 300 francs suisses le kilo, et constitue un achat encore très bon marché. Pour ceux qui ont raté la dernière hausse de l'or, l'argent pourrait constituer une bonne alternative.

Attention toutefois ! Le prix de l'argent pourrait chuter en cas de déflation, alors que le prix de l'or grimperait à la fois dans un environnement inflationniste et déflationniste. De ce point de vue, l'or comporte moins de risque.



Prix de l'argent en francs suisses, pour 1 kg

Septembre 2005

Léonard Sartoni