

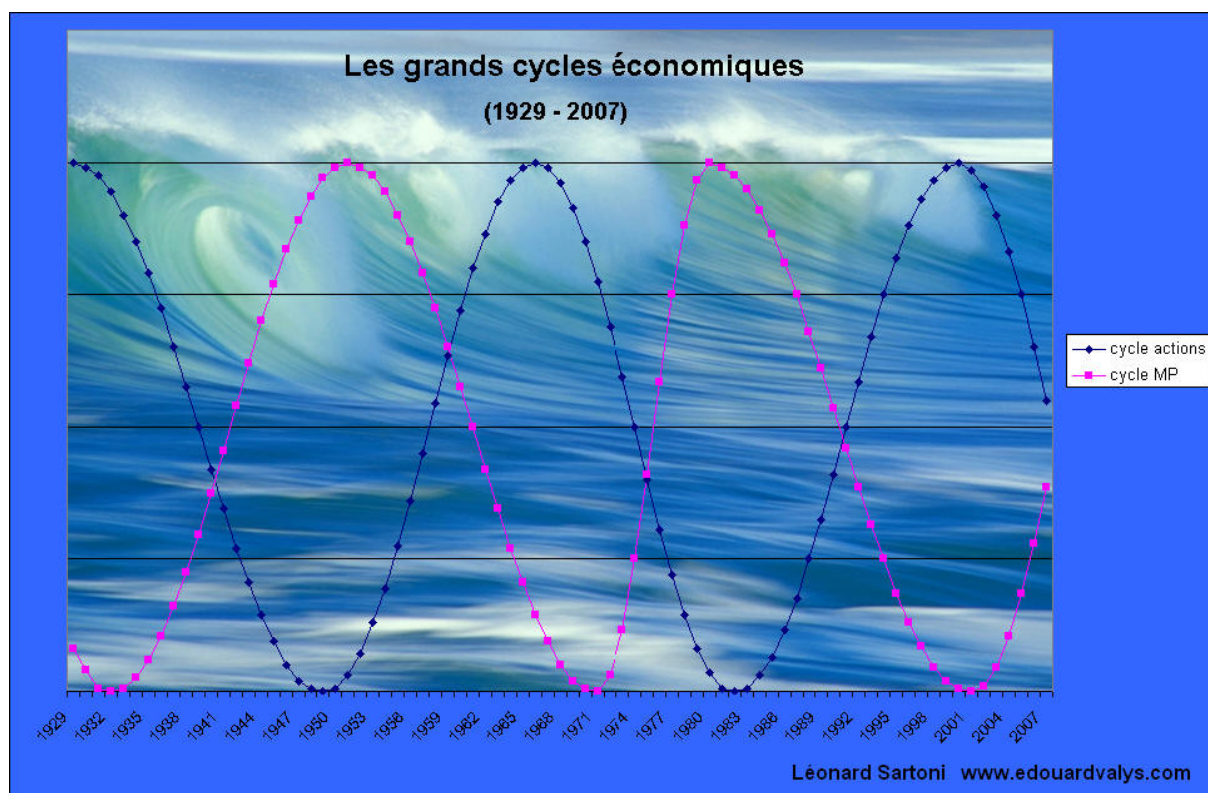
Interview de Léonard Sartoni

Par Gilles Caye <http://www.apprendrelabourse.org/>
« La formation, l'information et la décision à portée de main »
<http://www.apprendrelabourse.org/article-14490775.html>

Partie 1

GC : Le marché de l'or est tombé progressivement en désuétude entre 1981 et 2000 dans l'esprit de la très grande majorité des particuliers. La baisse des cours sur la période est en cause mais qu'est ce qui explique cette longue baisse et surtout quels sont les éléments principaux qui expliquent le renversement de tendance haussier qu'on connaît depuis le début du siècle ?

LS: A mon avis, on ne peut pas comprendre ce qui se passe dans les marchés financiers, si on ne prend pas suffisamment de recul. L'image qui nous apparaît, si on étudie les tendances de très long terme, c'est l'alternance de grands cycles de hausse, et de grands cycles de baisse sur les marchés des actions, des matières premières, des obligations, et dans une moindre mesure de l'immobilier. Les grands cycles seraient la conséquence de la psychologie des investisseurs. Tantôt vous observez une confiance grandissante dans les actifs financiers comme les actions, et tantôt vous observez un comportement beaucoup plus prudent.



Le graphique suivant vous montre l'alternance des cycles de hausse et de baisse pour les valorisations des actions (en bleu), et pour les prix de l'or et des matières premières (cycle MP en rose). Lorsque les valorisations des actions grimpent, nous sommes dans un marché haussier pour les actions (les investisseurs sont prêts à payer toujours plus cher pour détenir des actions). Les valeurs des actions et le prix des matières premières sont en parfaite opposition de phase. C'est somme toute assez logique : lorsque le prix des matières premières baisse (en valeur corrigée de l'inflation), les entreprises font davantage de profits. Toute l'économie en profite. Et lorsque les prix des matières premières grimpent, comme aujourd'hui, les profits des entreprises ont tendance à baisser.

Derrière ces cycles, nous retrouvons bien entendu la nature psychologique des investisseurs, plus précisément leur degré de confiance dans les actifs financiers, en particuliers les actions. Cette confiance se construit sur de très longues durées, un peu comme la confiance de quelqu'un qui apprendrait à conduire. Une fois que la confiance s'est installée, l'inertie de la tendance est difficile à renverser. L'étude de ces cycles nous amène à penser que cette confiance aboutit tôt ou tard (entre 8 et 20 ans) à une forme d'exubérance, et occasionnellement, à un grave krach boursier. Notre automobiliste prendrait systématiquement de plus en plus de risques, en roulant de plus en plus vite, et en minimisant toujours plus les dangers. Après avoir été grièvement blessé (comme après le krach de 1929), il passera à une conduite excessivement prudente et méfiante (après le krach de 1929, la tendance baissière sur les valorisations des actions ne se termina qu'en 1949). Les marchés financiers ne sont finalement pas très différents de ce vous pouvez observer dans la vie de tous les jours !

Il est important de réaliser qu'un cycle ne se renverse pas avant que sa tendance n'aboutisse à une exubérance ou à une capitulation générale. En 1980, une bulle spéculative s'était formée dans le marché de l'or, tandis que tous les journaux annonçaient la mort des actions, après le long marché baissier sur les actions, débuté en 1966. En 1982, les valorisations, ainsi que le degré de confiance pour les actions avaient atteint un point bas extrême. La suite, vous la connaissez certainement, car c'est justement à cause du grand cycle de hausse 1982-2000 que tous les conseillers en placement vous disent aujourd'hui, remplis de confiance, que de toute façon, les actions ça grimpe sur le long terme. L'or a baissé de 1980 à 2001, tandis que les valorisations des actions ont grimpé jusqu'à ce qu'une bulle spéculative se forme vers la fin des années 90. Le prix de l'or a baissé, parce que les investisseurs ne ressentaient plus le besoin de se protéger. En 1999, son prix ne reflétait plus que la valeur d'une simple matière première, plus ou moins rare, mais n'intéressant plus du tout les investisseurs. Il y a eu renversement à ce moment-là parce que les deux cycles étaient allés en bout de course.

Cette opposition de cycle entre l'or et les actions se retrouve également entre l'or et les obligations. Lorsque les taux d'intérêts affichaient deux chiffres en 1980, l'or était devenu moins intéressant que les obligations, d'autant plus que la prime de risque sur l'or était très élevée (en comparaison, il faudrait que le prix de l'or grimpe à plus de \$5000/once pour que l'on retrouve une prime semblable !). Aujourd'hui les obligations n'arrivent même pas à battre le taux REEL d'inflation...

Pour répondre à votre question, le renversement de tendance observé en 2001 sur l'or est la conséquence d'une dégradation de la confiance sur le marché des actions, de taux réels négatifs sur l'obligataire, et d'une manière générale, d'une anticipation des investisseurs sur la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Sur ce dernier point, les investisseurs qui accumulent en ce moment de l'or redoutent que la Réserve fédérale américaine accélère le processus de dévaluation du dollar, afin de rendre la montagne de dettes qui s'est accumulée sur les ménages et le gouvernement plus facile à porter. D'autres facteurs vont également nourrir ce cycle de hausse pour l'or, comme par exemple l'augmentation du niveau de risque dans tout le système financier, le sous

investissement dans le secteur des mines d'or, la diminution des réserves d'or des banques centrales, et bien d'autres facteurs encore.

GC: Vous décrivez les différentes solutions pour investir, de l'or physique sous forme de pièces aux minières exploratrices que vous qualifiez de véritables "billets de loterie". Pourriez vous nous citer quelques exemples de performances pour certains types de minières ainsi que les risques associés comparativement au physique ?

LS: L'indice des grandes sociétés minières aurifères est passé de 35 points en 2001, à environ 400 points aujourd'hui, soit une performance de +1042%. Mais certaines petites sociétés minières aurifères ont fait encore mieux. Certaines ont su développer leurs projets pour les amener à la production, ou ont mis à jour de nouvelles ressources aurifères en sous-sol. Certaines étaient simplement assises sur des gros gisements aurifères, et le marché leur a donné une plus grande valeur, étant donné la hausse du prix de l'or de 2001 à 2007. Je peux vous citer Eldorado Gold, dont l'action est passée de 0,25CAD à 6CAD aujourd'hui (+2'300%), Seabridge Gold qui est passée 0,45CAD en 2001 à 27CAD aujourd'hui (+5'900%), Genco Resources est passée de 0,10CAD en 2002 à 3,7CAD aujourd'hui (+3'600%), Silvercorp Metals, qui est une société argentifère cette fois, a grimpé de plus de 20'000% en l'espace de 5 ans !



Mais le risque reste extrêmement élevé dans l'industrie minière. Dernièrement, la société Novagold, une société qui travaillait à amener un gros projet à la production en Colombie Britannique (Canada), a chuté de plus de 50% après avoir annoncé renoncer temporairement au développement du projet, suite à des calculs de faisabilité moins bons que prévus... 1 milliard de capitalisation s'est envolé en une séance. Je pense que l'argent facile dans les petites minières a été fait durant la phase de hausse 2001-2003.

Durant cette période, pratiquement toutes les actions de sociétés minières flambaient. Ensuite, la hausse du prix du pétrole et des autres matières premières a fait grimper les coûts opérationnels pour les mines et la prospection. Durant la période 2004-2007, il fallait se montrer très sélectif en investissant sur les minières, surtout les petites. Je pense que la période suivante va à nouveau se montrer très rémunératrice pour les actionnaires dans les petites sociétés minières aurifères, car plusieurs indicateurs parlent pour un renversement de tendance entre l'or et les autres matières premières. Cela nous annonce une stabilisation, voire une baisse des coûts opérationnels dans les années à venir.

Entre le physique et les grosses minières, la différence de risque est élevée, mais entre le physique et les petites minières, la différence de risque est énorme ! Le marché de l'or est déjà un marché très volatil, mais celui des petites sociétés minières est le marché le plus volatil au monde ! Les mines d'or ne pourront jamais remplacer en portefeuille le niveau de protection qu'offre l'or physique. Les sociétés minières doivent travailler à extraire le métal du sous-sol, et d'ici à ce qu'il soit coulé sous forme de lingots, il peut arriver n'importe quel genre d'imprévu ! Votre or physique, lui, est bien réel, et il a déjà passé toutes les étapes périlleuses de la prospection, de l'extraction et du raffinage.

Le secteur des minières d'exploration pure n'a d'ailleurs pas du tout bien performé jusqu'à présent. Je pense que ce secteur ne se réveillera qu'avec la formation d'une bulle spéculative sur l'or, c'est-à-dire seulement en cas d'engouement populaire pour tout ce qui a trait à l'or. A ce moment-là, vous pourriez très bien voir un « remake » des actions Internet de la fin des années 90.

GC : Au sujet des trackers-or ou ETF qui permettent d'acquérir une once d'or sans la détenir physiquement tout en bénéficiant de sa performance. Que pensez vous de ce type de placement ?

LS : Ces instruments sont très pratiques pour investir dans le marché de l'or physique. Vous les achetez comme une simple action, et vos parts sont couvertes par de l'or physique, stocké quelque part au nom de l'institution. Vous évitez d'autre part l'imposition du fisc à la revente, ce qui n'est pas négligeable ! Il faut savoir qu'en France, la détention d'or physique est imposable dès le moment où vous vous présentez à un guichet pour le revendre. Ce type de placement peut très bien convenir pour un investisseur qui ne désire pas conserver son or longtemps, ou qui voit dans l'or un marché comme tous les autres. A présent, si vous recherchez une protection financière avec l'or, je ne vous recommanderais pas nécessairement ce type de placement. Rien ne vous garantit qu'en cas de krach financier votre tracker ne soit pas suspendu, confisqué selon le pays dans lequel vous trouvez, ni que toutes les barres de métal qui servent de couverture n'existent réellement. Il faut savoir que les banques peuvent se prêter entre elles de l'or au même titre qu'elles se prêtent de l'argent. De ce point de vue, certains trackers me semblent plus sûrs que d'autres. La sécurité absolue pour l'investisseur désirant acheter de l'or à titre de protection financière reste le bon vieux coffre à la banque, avec ses propres lingots et pièces d'or...

GC : Les gestionnaires de portefeuille ou de patrimoine indiquent souvent pour bien diversifier ses avoirs de détenir 5 % d'or. Mais entre le physique, les trackers, les différents types de minières dont on vient de parler et les fonds d'investissement ou sicav disponibles en la matière, il n'est pas facile de choisir d'autant que cette part est minime ce qui est très peu aisé pour la répartir encore entre différents supports pour des portefeuilles même de taille moyenne ! Quelle est votre approche ?

LS : Je pense qu'il y a deux approches différentes avec l'or. La première consiste à mettre un peu d'or en portefeuille à titre « d'assurance financière ». L'or est là uniquement pour couvrir les éventuelles pertes liées à un krach boursier ou à une crise monétaire, événements rares, mais qui ne peuvent pas être complètement écartés

aujourd'hui. Dans cette optique, je recommande principalement de détenir de l'or physique (pièces d'or et lingots), et en détention propre (safe dans une banque ou trou au fond de votre jardin). Dans cette approche, votre or dort, et tout comme votre assurance incendie, vous ne souhaitez évidemment pas que le feu se déclare un jour ! Je pense que 8% d'or est un minimum en l'état actuel des choses...

La seconde approche est de spéculer sur la hausse du cours de l'or dans les années à venir. A ce moment-là, vous pourriez allouer une plus grosse part à l'or, peut-être 20% de votre portefeuille. Selon votre profil de risque, vous pourrez choisir d'inclure ou non des actions de mines d'or en portefeuille, mais dans tous les cas je recommande **au moins 50% d'or physique**, sur la somme que vous désirez investir. Pour jouer les mines d'or, je recommande avant tout un bon fonds commun de placement, si possible avec une bonne exposition aux sociétés de petite taille.

Fin partie 1

Début partie 2

GC : selon le fil de votre livre, pour vous l'or est toujours une monnaie. Pourtant aujourd'hui ce n'est guère plus dans les faits qu'un support d'investissement finalement comme un autre, le métal jaune étant juste plus rare et précieux. Ne s'agirait-il pas tout simplement d'une évolution historique assez logique ?

LS : Très bonne question ! On pourrait penser en effet que toutes nos connaissances accumulées d'un point de vue économique, social et politique, devraient rendre l'or inutile en tant que monnaie dans notre société moderne. Qu'en est-il vraiment ? Ce que nous voyons aujourd'hui sur ces trois niveaux n'est guère réjouissant. Les politiques ne semblent se soucier que de leur réélection, donc ne sont pas franchement portés sur la rigueur budgétaire. Les déficits s'accumulent, et les banques centrales augmentent les masses monétaires sans complexe, donc réduisent en même temps le pouvoir d'achat de la monnaie. Du côté de la population, les inégalités grandissent, car l'inflation causée par l'augmentation débridée de la masse monétaire est très dommageable pour les revenus modestes. Alors que le cycle précédent a vu l'inflation se diriger vers les actions et l'immobilier, tout en épargnant les matières premières, notre présent cycle pourrait voir le nouvel argent se diriger en force vers les matières premières, et poursuivre la tendance que l'on observe depuis le début de la décennie : hausse du prix du pétrole et des céréales se répercutant directement sur le panier de la ménagère. Comme le calcul de l'indice des prix à la consommation (IPC) suit les habitudes de consommation de la ménagère, il reflète mal la hausse véritable du coût de la vie. En effet, si certains produits deviennent trop chers pour la ménagère, celle-ci change ses habitudes de consommation en se rabattant sur des produits moins chers. Cela n'échappe pas à nos statisticiens, qui vont s'empresse de modifier la pondération et la sélection des produits qui figurent dans le calcul de l'indice. Résultat : l'indice IPC sous-estime la hausse véritable des prix à la consommation. Malgré cela, on risque fort d'assister à de violentes revendications salariales ces prochaines années, et tout cela pourrait nous entraîner dans une spirale inflationniste.

Je pense que nous sommes en train de vivre une expérience monétaire qui se soldera vraisemblablement par un fiasco au cours de la prochaine décennie. Les monnaies-papier qui n'étaient pas couvertes par de l'or ont toutes fini par servir comme papier de toilette. Le dollar a déjà perdu plus de 96% de son pouvoir d'achat depuis 1913.

A présent, à mon tour de vous poser une question Gilles : si vous deviez partir 100 ans dans le futur, qu'emporteriez-vous avec vous ? Des billets de 100 euros ou l'équivalent en pièces d'or ? Je ne pense pas qu'un billet de 100 euros achètera toujours les mêmes choses d'ici 100 ans, en revanche vos pièces d'or garderont leur pouvoir d'achat aussi longtemps que l'on aura pas trouvé le moyen d'extraire massivement l'or de l'eau de mer ou d'exploiter des minerais sur des autres planètes. Voici ce que nous a apporté l'évolution historique du démantèlement progressif du système monétaire de l'étalon-or : de multiples guerres financées à crédit, et l'édification d'un empire américain qui est parvenu à acheter le monde avec des morceaux de papier appelés « dollars », tout en forçant les autres pays à les accepter comme moyen d'échange pour tout achat de matière première. Mais cela est en train de changer. De plus en plus de pays deviennent réticents à accepter le paiement en dollars aujourd'hui. Attention, je ne dis pas que le système de l'étalon-or peut empêcher la guerre, mais il pourrait peut-être en limiter les coûts et la durée...

L'évolution historique nous montre justement que sans couverture or, la sagesse manque aux gouvernements pour éviter l'endettement et la dévaluation monétaire. Je pense que le rôle de l'or en tant qu'ultime monnaie reviendra sur le devant de la scène, tôt ou tard. Non parce que cette monnaie est parfaite, mais parce qu'elle est beaucoup moins dommageable que la monnaie fiduciaire, sur bien des points de vue.

GC : Vous indiquez que toutes les monnaies papier de l'histoire comme celle que nous connaissons actuellement emporte avec elle le problème de l'inflation lié à la création de monnaie sans limite et donc finissent par retourner à leur valeur intrinsèque soit zéro. Pour autant le système actuel a permis pendant des décennies un développement économique permettant le commerce est une élévation générale des niveaux de vie. Si l'or a des atouts en terme d'orthodoxie financière, repartir sur une base stricte d'un étalon-or ne risque-t-il pas à l'inverse de nous faire aller dans un rigorisme forcené ? Les systèmes monétaires bi-métalliques et de type étalon-or ayant eu aussi leurs effets néfastes.

LS : Effectivement, avec le système de l'étalon-or, les récessions étaient plus nombreuses, et à ce moment-là l'économie entrait en déflation. Mais l'économie se développait quand même. Songez au développement fulgurant des Etats-Unis à cette époque. Toutes les grandes villes des Etats-Unis se sont construites lorsque le dollar était encore couvert par de l'or. Le pouvoir d'achat des gens à cette époque augmentait réellement.

La même chose en Europe. L'épargne des gens sous forme d'or conservait son pouvoir d'achat, contrairement à un compte épargne aujourd'hui, dont le rendement se tient largement au-dessous du niveau de l'inflation. Et que voit-on au cours de ces dernières décennies, lorsque les monnaies se sont détachées de l'or ? D'une part, les femmes ont dû se mettre à travailler pour que le niveau de vie tel que vous le décrivez puisse sembler convenable, et d'autre part les gens se sont endettés comme jamais dans l'histoire. Pour moi les Etats-Unis, avec un tel niveau de dette, ne sont pas riches, ils sont complètement fauchés ! Et le niveau d'endettement est également inquiétant partout en Europe. Même la Suisse n'est pas épargnée. Et puis, il y a élévation du niveau de vie pour les cadres dirigeants, mais pas pour l'ouvrier. Seule une petite partie de la population a profité de la croissance économique ces dernières années, et a pu se protéger des ravages de l'inflation en possédant actions et biens immobiliers. Le bilan n'est pas si rose que ça avec la monnaie fiduciaire...

Je reste pourtant persuadé que de grosses fortunes vont se défaire au cours des prochaines années, car ceux qui ne seront pas positionnés sur les bons actifs risquent de le payer extrêmement cher. L'immobilier pourrait ne plus grimper aussi vite que durant la dernière décennie, et les actions pourraient devenir sulfureuses. Mon message est simple : la population doit se protéger, aujourd'hui même, en détenant un peu d'or physique, juste au cas où...

GC : En raisonnant à plus court terme et dans une optique d'investissement au-delà de l'approche or = monnaie ?, depuis quelques années, toutes les classes d'actif montent (immobilier, actions, obligations etc..) ainsi que l'or, en quoi serait-il exempt d'une correction si les flux du crédit et de la spéculation qui ont porté les hausses de ces dernières années régressaient plus franchement. La décorrélation n'est pas évidente ?

LS : J'entends ce discours depuis 2004 au sujet de l'or. Mais lorsque la marée se retirera, on verra bien qui nageait sans costume de bain ! Je ne me fais pas trop de soucis pour l'or, car durant la crise des prêts immobiliers à risque, au mois d'août de cette année, l'or a été un des seuls actifs à résister aux liquidations. On a tendance à oublier au sujet de l'or que la taille de ce marché est vraiment minuscule en comparaison à la taille des autres marchés : immobilier, actions et obligations. Cela signifie qu'il suffirait de très peu de capitaux en provenance du marché des actions et des obligations pour faire grimper en flèche le cours de l'or. Evidemment, beaucoup de capitaux spéculatifs pourraient quitter le secteur de l'or pour une raison ou pour une autre (hedge funds en recherche de liquidités, petits spéculateurs en proie à des difficultés sur des autres marchés et qui épongent leurs pertes avec l'or, investisseurs qui vendent leur or dans la panique sans se poser de question, ...), mais à mon avis le navire ne ferait que se délester de mains faibles. D'autres mains fortes en profiteraient pour acheter, car les fondamentaux pour l'or

montrent qu'un tas d'acteurs d'envergure accumulent systématiquement le métal depuis 2001. L'or et les actions de mines d'or étaient totalement décorrélés des autres marchés durant le marasme boursier 2001-2002. Ensuite les marchés ont semblé évoluer en parallèle. Je dis bien « ont semblé », car il s'agit d'une illusion ! Le Dow Jones a grimpé de 2003 à 2007, mais seulement en terme de dollars. Lorsqu'on exprime la performance du Dow Jones en termes d'or, de pétrole, de produits agricoles ou de métaux industriels, Le Dow Jones a poursuivi sa baisse entamée en 2001. A cause de la forte dévaluation du dollar, la hausse en termes de dollars est bidon.



On peut faire de même avec le CAC 40 en termes d'or : le CAC a débuté le millénaire à 5950 points et se trouve à 5740 points au moment d'écrire, donc quasiment 8 années plus tard. Sur la même période, le prix de l'or est passé de 273 euros à 550 euros. **En termes d'or, le CAC 40 affiche donc une baisse de 52% par rapport à sa valeur du tout début de l'an 2000 !** Encore une fois, il faut prendre suffisamment de recul pour voir apparaître la tendance de fond. Pour moi, il n'y a pas de corrélation positive entre le marché des actions et l'or. Les deux secteurs sont engagés dans des cycles de long terme de phase opposée. Mais pour répondre à votre question, oui, il est possible qu'une violente secousse, voire un krach sur les autres marchés emporte brièvement l'or et les mines d'or dans la tempête, mais je dis bien « brièvement », car l'or apparaîtrait vite comme un des seuls refuges pour les capitaux en déroute. Sa tendance de fond ne pourrait que s'en trouver renforcée. Si vous voulez investir dans l'or, il ne faut pas le faire pour des profits de court terme, il faut disposer d'un horizon de placement d'au moins 5 ans. Dans cette optique, un trou d'air passager ne ferait pas beaucoup de différence à la fin... Je vise tout de même un prix à plus de \$2'600 l'once !

GC : Merci pour toutes ces précisions, ma dernière question lie un peu tous les aspects de notre échange : monnaie, métal ou support

d'investissement retrouvé ? La question reste en suspens mais on attend encore son évolution propre en euro ou dans d'autres devises, car en fait sur les dernières semaines l'or a surtout été une bonne couverture contre la baisse du dollar. Si plusieurs éléments valident la hausse pour un investisseur en dollar, quelle est votre approche pour un investisseur en euro ou dans des devises fortes comme le dollar canadien ?

LS : Je ne peux que vous renvoyer à ces deux graphiques, montrant l'évolution du cours de l'or en euros et en dollars canadiens. Nous voyons indiscutablement un marché haussier sur l'or dans ces deux monnaies, depuis le début du millénaire. Et pareil pour toutes les monnaies au niveau mondial. Je pense que nous n'en sommes qu'au début, et qu'il ne sert à rien d'étudier les tendances avec une lunette grossissante, en s'arrêtant à des périodes de quelques mois...

