

JAMES RICKARDS

**NOUVEAU  
PLAIDOYER  
POUR  
L'  
OR**

PUBLICATIONS



## **NOUVEAU PLAIDOYER POUR L'OR**

Édition originale « The New Case For Gold »

Copyright © 2016 James Rickards

Publié par PORTFOLIO/PENGUIN

(375 Hudson Street, New York, New York 10014, États-Unis),

Une marque de Penguin Publishing group, une division  
de Penguin Random House LLC.

Tous droits de traduction, de reproduction et d'adaptation réservés  
pour tous pays.

[www.penguin.com](http://www.penguin.com)

Édition française « Nouveau Plaidoyer pour l'Or »

Copyright © 2016 James Rickards

Publié par Publications Agora France, 8 rue de la Michodière, 75002 Paris

[www.publications-agera.fr](http://www.publications-agera.fr)

Cette traduction a été publiée avec l'accord de Portfolio, une marque  
de Penguin Publishing group, une division de Penguin Random House LLC.

NdT : Le chapitre bonus a été rédigé par Gaël Deballe  
sous la supervision de l'auteur.

Le Code de la propriété intellectuelle et artistique n'autorisant, aux termes des alinéas 2 et 3 de l'article L.122-5, d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale, ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause, est illicite » (alinéa 1<sup>er</sup> de l'article L. 122-4). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code pénal.

Note de l'éditeur :

Nous portons le plus grand soin à l'édition de nos ouvrages et ceux-ci sont soigneusement vérifiés. Cependant, nous ne sommes pas responsables des erreurs ou oublis que vous trouveriez dans cette publication.

Attention : n'investissez jamais plus que vos moyens ne vous le permettent. La valeur de tout investissement, et des revenus qui en découlent, peut monter aussi bien que descendre. Nous conseillons à nos lecteurs de consulter, avant d'investir un courtier ou un conseiller financier indépendant agréé.

ISBN : 979-10-92581-00-3

JAMES RICKARDS

**NOUVEAU  
PLAIDOYER  
POUR  
L'  
OR**

TRADUIT DE L'AMÉRICAIN PAR PATRICIA SEIXAS  
PRÉFACE DE SIMONE WAPLER



Pour lire quotidiennement sur Internet  
les analyses de James Rickards et de Simone Wapler :  
[www.la-chronique-agma.com](http://www.la-chronique-agma.com)

## SOMMAIRE

<i>Préface</i>	11
<i>Introduction</i>	15
<b>1</b> <i>L'or et la Fed</i>	35
<b>2</b> <i>L'or est une monnaie</i>	47
<b>3</b> <i>L'or est une assurance</i>	79
<b>4</b> <i>L'or est immuable</i>	117
<b>5</b> <i>L'or résiste bien</i>	151
<b>6</b> <i>Comment acquérir de l'or ?</i>	189
<i>Conclusion</i>	211
<i>Chapitre bonus</i>	217
<i>Remerciements</i>	227



À ma mère Sally Rickards, qui m'a transmis  
quelque chose d'encore plus précieux que l'or : l'amour.





*Les douze portes étaient douze perles ; chaque porte  
était d'une seule perle. La place de la ville était d'or pur,  
comme du verre transparent.*

RÉVÉLATION 21:21



## UN PLOIDOYER POUR AGIR ET SAUVER VOTRE ARGENT

En 1980, 9 ans après l'abandon officiel par les États-Unis de l'étalon-or, les cours de l'or ont flambé. Une forte pression en faveur d'un retour à l'étalon-or s'exerçait et Ronald Reagan institua une commission pour étudier la question. L'avis de cette commission était divisé : la majorité conclut que les États-Unis n'avaient pas besoin de revenir à l'étalon-or, mais une forte minorité, menée par le D<sup>r</sup> Ron Paul, membre du Congrès à l'époque, affirmait qu'il le fallait.

Ils rédigèrent leur propre rapport minoritaire (*minority report*). L'ouvrage fut publié et est devenu un classique sous le titre de « *Plaidoyer pour l'or* » (*The Case for Gold*).

Trente-cinq ans plus tard et 5 ans après avoir plongé de 50% depuis son sommet historique des 1 950 \$, l'or semble renaître de ses cendres, encore chaudes, de la plus grave crise financière de toute l'Histoire, en 2008.

La confiance dans les actions des banques centrales, dans la monnaie même, est en train de s'éroder à mesure que la gangrène des taux négatifs s'abat sur notre épargne.

La seule « normalisation » de la politique monétaire de la Fed que nous ayons vue est une unique hausse du taux directeur en décembre 2015, désormais fixé à +0,25%. Les dettes augmentent, la croissance n'est pas au rendez-vous. La fièvre de l'or – après une baisse depuis 2011 – repart de plus belle.

Et, comme à chaque fois que l'or ressurgit, deux camps s'affrontent.

D'un côté, les « vieux crabes », les *gold bugs*, les conservateurs qui (comme Aristote quatre siècles avant J.-C.) pensent qu'une monnaie doit être adossée à quelque chose de tangible, de concret.

De l'autre, les modernistes, les progressistes, les technocrates, les bureaucrates, les amateurs de pilotage qui pensent (comme Platon cinq siècles avant J.-C.) qu'une monnaie n'est qu'une convention sociale, un mythe. Keynes le platonicien déclara un beau jour du xx<sup>e</sup> siècle que l'or était une « relique barbare ». Depuis 1971, date à laquelle le dollar s'est décroché de l'or, nous vivons dans un monde monétaire platonicien.

Ces camps s'affrontent mais se parlent peu. Il était temps de rouvrir le dossier.

C'est ce qu'a fait Jim avec des arguments propres au XXI<sup>e</sup> siècle. Ce sont de nouveaux arguments qui tiennent compte de la dématérialisation des paiements et des titres financiers.

Jim est un cas unique.

Jim est un *insider* qui fréquente régulièrement le camp des technocrates, tout en partageant de nombreuses positions des *gold bugs* et notamment le fait que l'or EST monnaie et reviendra sur la scène monétaire lorsqu'il faudra régler la prochaine crise.

C'est cette connaissance approfondie de la vision et des modes de pensée technocratiques qui confère à ce *Nouveau Plaidoyer pour l'Or* tout son intérêt.

Ce plaidoyer a été écrit à partir d'interviews données par Jim pour répondre à des questions concrètes, ce qui explique que certains sujets importants reviennent dans plusieurs chapitres.

Après avoir lu ce *Nouveau Plaidoyer pour l'Or*, vous aurez une autre analyse de la situation mondiale que celle que vous donne la presse grand public. Et vous comprendrez, nous l'espérons, l'urgence d'agir pour sauver votre argent, votre capital, votre patrimoine. Il n'est plus temps de réfléchir à ce que vous devez faire. L'heure est à l'action, à la prise de décision.

Que possédez-vous vraiment en dehors de l'immobilier et peut-être d'un peu de foncier ? Une grande part de votre épargne est probablement rattachée à des actifs numériques : des actions, des obligations, un contrat d'assurance-vie, ou même... un compte en banque. Vous voyez cela comme de l'argent, votre argent. Vous pensez qu'il existe « pour de vrai ».

En réalité, ce ne sont que des inscriptions dans une mémoire informatique. Or, Vladimir Poutine, le gouverneur de la Banque centrale européenne, un réseau terroriste, ou même un « fonctionnaire habilité », peuvent les effacer en un clin d'œil. Il suffit d'un clic de souris. D'une ligne de code à effacer. Cet argent numérique peut être piraté, détruit, « gommé » et extrêmement difficile à récupérer. Si vous trouvez qu'il est compliqué de récupérer des e-mails, alors imaginez comment récupérer cet argent « disparu » !

La prochaine crise ne sera pas différente des autres et on voudra vous la faire payer. C'est la seule façon de réduire le monstrueux stock de dettes.

L'or est le seul actif financier qui ne soit pas la dette de quelqu'un. L'or n'a pas besoin d'agence de notation, ni de réseaux informatiques pour exister.

La lecture de ce nouveau plaidoyer est indispensable à la sécurité et à la prospérité de votre patrimoine.

Bonne lecture et bons investissements.

Simone Wapler

## INTRODUCTION

« *L'or est une relique barbare.* » Combien de fois avez-vous entendu cela ? Si, comme moi, vous publiez des articles et faites des conférences sur le thème de l'or, alors vous l'avez déjà entendu des milliers de fois. C'est une litanie bien rodée que ressassent ceux qui font totalement confiance à la monnaie-papier... et pas à l'or. Dès que quelqu'un prononce un mot complaisant à l'égard de l'or, cela déclenche une réaction instinctive chez les bons vieux fans de la monnaie fiduciaire.

Le réflexe anti-or est intergénérationnel. Au sein de l'ancienne génération, on trouve des hauts diplômés qui ont grandi sur les traces de célèbres détracteurs de l'or tels que Milton Friedman. Paul Krugman, Barry Eichengreen, Nouriel Roubini, Martin Feldstein, et bien d'autres, appartiennent à cette génération, et couvrent tout le spectre idéologique de gauche à droite. Le fait que les autres apports théoriques de Milton Friedman soient presque tous obsolètes (il s'est avéré que les taux de change flottants laissent à désirer et que la vélocité monétaire n'est pas stable), n'a pourtant pas altéré la façon dont ses acolytes perçoivent l'or.



Ces *gold bashers* – détracteurs de l'or – de référence ont désormais été rejoints par une génération plus jeune et éduquée (ou bien mal éduquée) dans cette croyance que l'or n'aurait pas sa place dans le système monétaire.

Ce groupe compte d'éminents *bloggers* et chroniqueurs tels que Barry Ritholtz, Matt O'Brien, Dagen McDowell et Joe Weisenthal. Le fait qu'ils n'étaient même pas nés la dernière fois que le monde a vécu quelque chose se rapprochant d'un étalon-or, n'a pas modéré leurs certitudes en la matière. En ce qui les concerne, l'or *est* une relique barbare. Ces détracteurs de l'or se moquent éperdument du fait que vous portiez des bagues ou des montres en or, bien qu'ils vous jettent un regard mêlant pitié et condescendance lorsque vous leur révélez que vous possédez réellement des lingots d'or. Mais, par contre, ils montrent les dents à la moindre évocation d'étalon-or.

Cela dépasse les bornes. Ils sont prêts à vous mitrailler d'arguments expliquant pourquoi l'étalon-or ne peut pas fonctionner, ne fonctionnera pas et s'est toujours soldé par un échec. Ils ne sont pas avares d'adjectifs de type « antédiluvien » et « néandertalien ».

Ce livre, que je veux être un véritable *Nouveau Plaidoyer pour l'Or*, soutient que l'or *est* une monnaie, que les étalons monétaires fondés sur l'or *sont* possibles, voire recommandés, et qu'en l'absence d'un étalon-or officiel, les particuliers devraient adopter un étalon-or personnel, en achetant de l'or afin de préserver leur argent.

Avant de *plaider la cause de l'or*, il serait salutaire de démonter tout d'abord les arguments *contre* l'or. La prochaine fois qu'un adepte du *gold bashing* réagira instinctivement, vous saurez comment le stopper net en vous appuyant sur des faits et non des clichés.

Quels sont les arguments contre l'or ? Ses détracteurs les connaissent par cœur. Voici la liste des accusations :

1. *L'or est une « relique barbare », selon John Maynard Keynes.*
2. *Il n'y a pas suffisamment d'or pour soutenir les activités financières et commerciales.*
3. *Les réserves d'or n'augmentent pas assez vite pour soutenir la croissance mondiale.*
4. *L'or a provoqué la Grande Dépression.*
5. *L'or n'offre pas de rendement.*
6. *L'or n'a pas de valeur intrinsèque.*

Chacune de ces affirmations est obsolète, ou bien inexacte, ou bien n'a pas le sens que les détracteurs lui confèrent. Cela n'empêche pas les idéologues de la monnaie fiduciaire de les asséner. Décortiquons-les une à une.

### **L'or est une « relique barbare », selon John Maynard Keynes**

Celle-ci est facile à réfuter. *Keynes n'a jamais dit ça.*

Ce qu'il a dit était plus intéressant. Dans son livre intitulé *La réforme monétaire* (1924<sup>1</sup>), Keynes a écrit : « *En vérité, l'étalon d'or est déjà une relique barbare.* » Keynes ne parlait pas de l'or mais plutôt d'un *étalon-or* et, dans le contexte de 1924, il avait raison. L'étalon-or, assorti de ses défauts notoires, qui a prévalu sous différentes formes de 1922 à 1939, n'aurait jamais dû être adopté, et il aurait même dû être abandonné bien avant sa disparition subite, lors du déclenchement de la Deuxième Guerre mondiale.

Keynes était avant tout pragmatique. En juillet 1914, au début de la Première Guerre mondiale, c'est la voix de Keynes qui s'est montrée la plus persuasive concernant le maintien de l'étalon-or classique, en vigueur depuis 1870. La plupart des pays qui entraient en guerre ont immédiatement abandonné l'étalon-or afin de financer celle-ci avec l'or qu'ils détenaient. Le Trésor britannique et la Banque d'Angleterre ont voulu faire de même.

Keynes a en effet argumenté que si l'or était limité, le crédit, lui, était élastique. En conservant l'étalon-or et en conférant à Londres le rôle de centre financier mondial, on pourrait augmenter le crédit du Royaume-Uni. Londres pourrait emprunter l'argent nécessaire au financement de la guerre.

C'est exactement ce qu'il s'est produit. La Banque JP Morgan, à New York, a mis en place des prêts colossaux en faveur du Royaume-Uni et aucun en faveur de l'Allemagne ou

1. Éditions du Sagittaire, p. 198, traduction française de Paul Franck.

de l'Autriche. Ce financement était crucial pour que le Royaume-Uni puisse tenir jusqu'à l'entrée en guerre des États-Unis, en 1917. La victoire intervint l'année suivante.

En 1925, lorsque Winston Churchill, alors Chancelier de l'échiquier, a envisagé de réinstaurer l'étalon-or au Royaume-Uni à la parité d'avant-guerre, Keynes a averti Churchill que ce serait un désastre déflationniste. Keynes n'a pas soutenu l'étalon-or, mais il a quand même insisté sur le fait que si la Grande-Bretagne le mettait en place, il était crucial que son cours soit correct. Keynes a recommandé un cours de l'or bien plus élevé. Churchill n'a pas suivi ce conseil. Résultat : une déflation et une dépression colossales se sont abattues sur la Grande-Bretagne, des années avant que la dépression ne frappe le reste du monde.

En juillet 1944, à Bretton Woods, vers la fin de sa vie, Keynes a plaidé en faveur d'une nouvelle forme de monnaie, nommée le Bancor, prédécesseur théorique des droits de tirage spéciaux (DTS) actuels. Le Bancor aurait été adossé à un panier de matières premières *dont l'or*. Ce n'était pas un véritable étalon-or mais cela conférait tout de même une place importante à l'or au sein du système monétaire. Ce plan a été écarté au profit de l'étalon dollar-or, prôné par Harry Dexter White, et en vigueur de 1944 à 1971.

Bref, en début de carrière, Keynes a plaidé en faveur de l'or puis, à mi-parcours, il a prodigué des conseils avisés sur le sujet, avant de plaider à nouveau en sa faveur en fin de carrière. Entre les deux, il a critiqué à juste titre un étalon-or

qui était assorti d'un cours erroné. La prochaine fois que quelqu'un vous débarrera la fameuse « relique barbare », souvenez-vous des opinions plus nuancées de Keynes.

## **Il n'y a pas suffisamment d'or pour soutenir les activités financières et commerciales**

Même si cette affirmation est absurde, nous allons la traiter car il s'agit de l'une des idées fausses les plus répandues parmi les adeptes de la monnaie fiduciaire.

La quantité d'or dans le monde est fixe et n'est susceptible d'augmenter qu'à cause de l'extraction minière. Actuellement, le monde possède environ 180 000 tonnes au total, dont 35 000 officiellement détenues par les banques centrales, les ministères des finances et les fonds souverains. Cet or peut soutenir n'importe quel volume d'activités financières et commerciales dans le monde – tout dépend du cours auquel l'étalon-or est fixé. Le cours peut être déterminé en calculant simplement le ratio or physique/masse monétaire.

Pour réaliser ce calcul, il faut établir quelques hypothèses. Quelles sont les devises qui seraient intégrées à un étalon-or ? À cet effet, quelle masse monétaire (M0, M1, etc.) faudrait-il utiliser ? Quel est le meilleur ratio or/monnaie ? Ce sont des questions de politique monétaire légitimes auxquelles les banques centrales ont répondu de diverses façons au fil du temps.

De 1815 à 1914, la Banque d'Angleterre a piloté avec succès un étalon-or: l'or auquel était adossée la monnaie représentait environ 20% de la masse monétaire. De 1913 à 1965, pour la Réserve fédérale, l'or auquel était adossée la masse monétaire américaine devait représenter 40% de cette dernière. En général, plus les gens font confiance à une banque centrale, moins il est nécessaire d'avoir un grand volume d'or auquel adosser la monnaie afin de préserver la stabilité de l'étalon-or.

Avec ces éléments, il est possible de calculer le cours implicite de l'or pour chaque ensemble d'hypothèses. Par exemple, si les États-Unis, la zone euro et la Chine s'entendaient sur un étalon-or avec une masse monétaire M1 adossée à 40% d'or, le cours implicite de l'or se situerait aux environs de 10 000 \$ l'once. Si ces trois mêmes entités prenaient une masse monétaire M2 adossée à 100% d'or, le cours implicite de l'or se situerait aux environs de 50 000 \$ l'once.

Si l'on instaurait un étalon-or au cours de 1 100 \$ l'once, il serait soit très déflationniste (si la masse monétaire devait être réduite selon les besoins), soit très instable (à mesure que les gens se précipiteraient pour acheter de l'or à bas prix auprès de l'État).

Donc pour répondre brièvement à la critique, si, *il y a toujours suffisamment d'or* pour instaurer un étalon-or, du moment que vous fixez un cours stable et non déflationniste.

Lorsque les détracteurs disent qu'il n'y a pas assez d'or, ce qu'ils veulent dire, en réalité, c'est qu'il n'y a pas assez

d'or *aux cours actuels*. Cela ne s'oppose pas à un étalon-or. En revanche, cela s'oppose à une confrontation sincère entre la valeur réelle de la monnaie-papier et celle de l'or. Cette confrontation interviendra à mesure que la confiance vis-à-vis de la monnaie-papier s'amenuisera et qu'un étalon-or sera privilégié afin de rétablir la confiance vis-à-vis de notre système économique.

## **Les réserves d'or n'augmentent pas assez vite pour soutenir la croissance mondiale**

Voilà encore une idée reçue qui révèle à quel point le fonctionnement d'un étalon-or est peu compris.

Le détracteur qui avance cet argument ne fait pas la différence entre les stocks d'or *officiels* et la *totalité* de l'or. L'or *officiel* est détenu par un État dans le but d'y adosser la masse monétaire. La réserve d'or *totale* comprend cet or officiel ainsi que tout l'or détenu par les industriels ou les particuliers sous forme de lingots ou de bijoux ou à des fins décoratives.

Si le gouvernement veut augmenter ses réserves d'or officielles afin de soutenir l'expansion monétaire, il lui suffit d'imprimer de l'argent et d'acheter de l'or « privé » sur le marché libre. La production minière n'a rien à voir avec cela. Les réserves d'or officielles pourraient doubler, via des achats d'or privé si nécessaire, mais cela entamerait à peine les réserves mondiales totales. (L'or officiel représente

environ 20% de la totalité de l'or extrait, ce qui laisse une grande marge de manœuvre pour que les États puissent en acquérir.)

Imprimer de l'argent afin d'acheter de l'or est une manière de réaliser une transaction d'*open market*<sup>2</sup> parmi d'autres. Il n'y a aucune différence avec le fait d'imprimer de l'argent afin d'acheter des obligations, ce que fait la Réserve fédérale quotidiennement. Bien sûr, cela a des conséquences sur le marché, et une politique monétaire discrétionnaire peut aboutir à des erreurs. Cela reste vrai, avec ou sans étalon-or. En fin de compte, la production minière n'a rien à voir avec la possibilité des banques centrales et des États d'augmenter le crédit dans un contexte d'étalon-or.

Pour être plus précis, observez les taux de croissance annuels suivants, de 2009 à 2015 :

PIB mondial	3,5%
Population mondiale	1,5%
Production d'or	1,5%
Base monétaire de la Réserve fédérale	100%

Quel taux de croissance fait figure d'intrus ?

Il est vrai que le PIB mondial progresse plus vite que la production d'or. Si c'était le seul facteur (mais en réalité il y en a d'autres), cela ne ferait peut-être pas obstacle à la

2. Nous reviendrons sur cette notion d'*open market* ultérieurement, concernant les pratiques des banques centrales.



croissance réelle, mais peut-être à la croissance nominale. Autrement dit, le monde pourrait être à son potentiel de croissance maximum (sous réserve d'empêchements structurels non monétaires), mais les prix afficheraient un léger biais déflationniste. Une déflation modérée est plutôt avantageuse pour les consommateurs et les épargnants.

Il n'y a aucune raison qu'un étalon-or ne puisse être associé à une politique monétaire discrétionnaire. Cette association or/monnaie de la banque centrale fut la norme qui a prévalu de 1815 à 1971, sauf en période de guerre. Les banques centrales agissaient en prêteur en dernier ressort et procédaient à des expansions ou à des contractions de la masse monétaire, à leur discrétion, *même dans le contexte d'un étalon-or*. En fait, le principal objectif de l'or était d'indiquer quelle politique monétaire était appropriée, en fonction des entrées et sorties d'or physique.

Lorsque les détracteurs déclarent que la production d'or ne peut soutenir la croissance mondiale, ils veulent dire, en réalité, que la production d'or ne soutient pas la croissance *inflationniste* mondiale. C'est vrai. L'inflation transfère la richesse des riches vers les pauvres, des épargnants vers les débiteurs et des citoyens vers l'État. L'inflation est le mode préféré, en termes de politique, des socialistes et progressistes qui privilégient la redistribution des revenus. L'objection formulée à l'encontre de l'or – en s'appuyant sur la production de ce dernier – ce n'est pas qu'il fait obstacle à la croissance, mais bien à ces tentatives de vol.

## L'or a provoqué la Grande Dépression

En réalité, la Grande Dépression a été provoquée par les politiques monétaires discrétionnaires, inappropriées, menées par la Réserve fédérale de 1927 à 1931. Ce fait est documenté par d'innombrables spécialistes en matière monétaire, notamment Anna Schwartz, Milton Friedman et, plus récemment, Ben Bernanke.

La Grande Dépression a ensuite été prolongée par les mesures expérimentales lancées par Herbert Hoover et Franklin Roosevelt. Celles-ci ont donné lieu à ce que Charles Kindleberger, historien de l'économie américaine, a appelé « *l'incertitude du régime politique* », ce qui signifie que de grandes entreprises et de riches particuliers refusent d'engager des capitaux en raison des incertitudes concernant le coût de la réglementation, de la fiscalité et des politiques d'emploi. Les investissements ont donc été suspendus et la croissance a stagné.

Les propres recherches de Bernanke montrent qu'au cours de la Grande Dépression, la masse monétaire n'a jamais été contrainte par les réserves d'or. La loi a ensuite autorisé la Fed à créer de la monnaie à hauteur de 250% de la valeur de l'or qu'elle détenait. La masse monétaire réelle n'a jamais excédé 100% de la valeur de l'or. Cela signifie que la masse monétaire aurait pu être doublée sans que l'or n'exerce de contrainte. Le problème de l'expansion de la masse monétaire, ce n'était pas l'or: c'était le fait que les consommateurs ne voulaient pas

emprunter et que les banques ne prêtaient pas. Il s'agissait d'un problème de confiance et non d'un problème vis-à-vis de l'or.

Sur le plan international, Barry Eichengreen, professeur d'économie, a souligné de quelle façon les États qui avaient dévalué leur monnaie par rapport à l'or (la France en 1925, le Royaume-Uni en 1931, les États-Unis en 1933 et, à la fois le Royaume-Uni et la France en 1936) en avaient retiré un avantage économique immédiat via l'augmentation de leurs exportations. S'il est vrai que les pays ayant dévalué en ont retiré un avantage à court terme, *cela n'a pas été le cas au niveau mondial*. En ce qui concerne la France, l'avantage qu'elle en a tiré en 1925 s'est fait au détriment du Royaume-Uni. En ce qui concerne le Royaume-Uni, l'avantage tiré de sa dévaluation en 1931 s'est fait au détriment des États-Unis. Et en ce qui concerne les États-Unis, l'avantage tiré en 1933 s'est fait au détriment de la France et du Royaume-Uni.

Eichengreen, qui est par ailleurs un brillant intellectuel, souffre de ce que Keynes appelait la « *généralisation fallacieuse* » : cela signifie que ce qui est bon pour un individu ne l'est pas forcément pour tout un ensemble d'individus. Dans un concert de rock, la personne qui se tient debout sur son fauteuil voit peut-être mieux ; pourtant, si tout le monde se met debout sur son fauteuil, alors plus personne ne voit le spectacle. La série de dévaluations par rapport à l'or qui s'est déroulée de 1925 à 1936, illustre la dynamique « du chacun pour soi » caractérisant la guerre des devises. La décision du Royaume-Uni, en 1925, de revenir à l'étalon-or à 4,25 £

l'once se trouve au cœur du problème : il s'agissait de la parité d'avant-guerre. Comme la Grande-Bretagne avait doublé sa masse monétaire entre 1914 et 1925, essentiellement pour financer la guerre, le retour à l'ancienne parité a impliqué de diviser par deux cette masse monétaire. Cette politique était très déflationniste. La surévaluation de la livre sterling a conféré à la France un avantage commercial de 1925 à 1931, date à laquelle la Grande-Bretagne a finalement rompu avec l'ancienne parité. Cette dévaluation a alors conféré un avantage au Royaume-Uni, notamment par rapport aux États-Unis, jusqu'en 1933, date à laquelle ces derniers ont également rompu avec leur ancienne parité.

Ce n'est pas l'or qui a provoqué la Grande Dépression : elle a été provoquée par un mauvais calcul politique du cours de l'or et par une politique monétaire discrétionnaire inappropriée.

Si l'on souhaite un étalon-or fonctionnel, le cours de l'or ne peut être ni trop cher (Royaume-Uni, 1925) ni trop bon marché (à l'heure actuelle, partout dans le monde). Un étalon-or peut très bien fonctionner du moment que l'État fixe un cours de l'or selon une base analytique plutôt que politique.

## **L'or n'offre aucun rendement**

Cette affirmation est vraie. Mais, contrairement à ce que les adeptes de la monnaie-papier ont en tête, il ne s'agit pas

d'une critique mais de l'un des arguments les plus forts *en faveur* de l'or.

L'or n'offre aucun rendement car il n'est pas censé en avoir. L'or est une monnaie et une monnaie n'a pas de rendement parce qu'elle ne présente aucun risque. La monnaie peut être un moyen d'échange, une réserve de valeur et une unité de compte, mais une véritable monnaie *n'est pas* un actif risqué.

Pour illustrer ce point qui est tout simple mais un peu insaisissable, prenez un billet d'un dollar dans votre portefeuille et placez-le devant vous. Est-ce de la monnaie ? Oui. Offre-t-elle un rendement ? Non.

Il est facile de générer un rendement en déposant ce billet d'un dollar à la banque. Mais alors, ce n'est plus de la monnaie, c'est de l'argent déposé en banque. (Selon la Réserve fédérale, les dépôts bancaires font partie de la « masse monétaire » mais c'est parce que la Fed s'attache à cette illusion monétaire.)

Un dépôt bancaire, ce n'est pas de l'argent : c'est une créance bancaire non garantie. Les plus grandes banques américaines se seraient effondrées en 2008 si l'État n'avait pas procédé à leur sauvetage sous forme de garanties de dépôts étendues, de fonds monétaires garantis, de taux d'intérêt à zéro, d'assouplissements quantitatifs, d'accords de *swap* avec les banques centrales étrangères et autres prouesses monétaires. À Chypre en 2013, et en Grèce en 2015, les déposants ont appris dans la douleur la différence entre « dépôt bancaire » et « argent ». Dans les deux cas, les banques avaient fermé, les distributeurs étaient bloqués

et la monnaie-papier a rapidement fait défaut. À Chypre, les déposants ont vu leurs dépôts se convertir par la force en actions bancaires. En Grèce, les cartes de crédit étaient bloquées et une économie quasiment basée sur le troc est rapidement apparue.

Vous pouvez percevoir un rendement en achetant des actions, des obligations, de l'immobilier ou d'autres actifs non monétaires. Mais, là encore, cela présente un risque. Bien que de nombreux investisseurs considèrent que les actions, les obligations et l'immobilier représentent de l'argent, ce sont en fait des actifs risqués. Comme le dépôt bancaire.

Une pièce d'or, un billet d'un dollar, un bitcoin représentent trois formes de monnaie différentes. L'une est en métal, la deuxième en papier et la troisième est numérique. Aucune d'elles n'offre de rendement. Elles ne sont pas censées le faire puisque ce sont des monnaies.

## **L'or n'a pas de valeur intrinsèque**

Lorsqu'un journaliste ou *blogger* s'insurgent que vous défendez l'or et affirme qu'il n'a pas de valeur intrinsèque, vous devriez le féliciter de maîtriser si bien l'économie inspirée de Marx.

La théorie de la *valeur intrinsèque* s'inscrit dans le prolongement de *la théorie de la Valeur Travail* d'abord énoncée par

David Ricardo en 1811, puis adoptée plus tard par Karl Marx dans *Le Manifeste du Parti Communiste* (1848) et *Le Capital* (1867, 1885, 1894), entre autres ouvrages. L'idée, c'est que la valeur d'un bien découle de l'association du travail et du capital qui ont été consacrés à sa production. Plus il faut de travail pour produire un bien, plus celui-ci a de la « valeur ».

La principale critique que formulait Marx à l'encontre du capitalisme c'était que les bourgeois capitalistes contrôlaient les « moyens de production » et ne reversaient pas aux travailleurs leur part sur la valeur ajoutée. De cette façon, les capitalistes dégageaient « une valeur supplémentaire » du travail. Selon la théorie de Marx, cette exploitation du travail par le capital menait en fin de compte à une extrême inégalité des revenus, à une conscience de classe grandissante au sein des travailleurs, provoquant ainsi une révolte prolétarienne et la chute du capitalisme, ce dernier devant être remplacé par un système socialiste. L'analyse de Marx reposait sur le socle de la valeur intrinsèque.

Le problème que pose cette critique, c'est qu'aucune théorie économique basée sur la valeur intrinsèque n'a plus été prise au sérieux depuis 1871. Cette année-là, Carl Menger, à l'Université de Vienne, a introduit la notion de *subjectivité de la valeur*. Cette idée de Menger est devenue la pierre angulaire de ce qui s'est appelé plus tard l'école autrichienne d'économie.

La valeur subjective est celle qu'un individu affecte à un produit en se basant sur ses besoins et désirs. Cette valeur

est totalement indépendante de toute valeur intrinsèque susceptible d'être déterminée par des moyens ou facteurs de production. L'exploitant d'une mine d'or qui dépose le bilan, parce que les cours de l'or ne couvrent pas ses coûts de production, sait bien que la valeur intrinsèque n'est pas pertinente.

L'or n'a pratiquement aucune utilité industrielle. Il est utile en tant que monnaie et pas grand-chose d'autre. (Les bijoux ne sont pas un cas à part dans l'usage que l'ont fait de l'or. Ils représentent peut-être quelque chose d'attrayant, visuellement, et d'agréable à porter, mais il s'agit tout de même d'une valeur transportable – les jeunes mariées indiennes ne me contrediront pas – et, par conséquent, d'une forme de monnaie jouant son rôle de réserve de valeur.) Selon la théorie de la subjectivité de la valeur, le cours de l'or varie en fonction de son utilité aux yeux de celui qui veut ou qui a besoin de monnaie. Toute économie fondée sur l'échange et qui a dépassé le stade de développement type Robinson Crusoé – à savoir la fabrication artisanale et l'agriculture de subsistance – a besoin de monnaie. Il existe de multiples formes de monnaies, notamment l'or, les dollars, les euros, le bitcoin et, en d'autres temps, les plumes, les coquillages et les perles. La valeur de chaque forme de monnaie varie en fonction du désir et des besoins subjectifs de chaque individu au sein de l'économie. Parfois, les dollars peuvent s'avérer utiles et l'or bien moins : le cours de l'or en dollar chute alors en fonction de cette évaluation subjective. Parfois, la



confiance vis-à-vis du dollar diminue et le cours de l'or en dollar peut augmenter de façon spectaculaire.

La « valeur intrinsèque » de l'or est un concept absurde, tel que Menger l'a montré il y a 145 ans. Tous ceux qui soulèvent cette objection à l'égard de l'or, actuellement, épousent cette ancienne vision économique inspirée de Marx. Grand bien leur fasse.



Sur ces six objections soulevées à l'égard de l'or en tant que monnaie, cinq d'entre elles sont empiriques, du point de vue analytique, ou inexactes, du point de vue historique, et l'une d'entre elles est juste : l'or n'offre pas de rendement. C'est juste mais ce n'est pas une critique, c'est un lieu commun : et cela correspond à l'idée que l'or est une monnaie.

Je ne dis pas que l'utilisation de l'or en tant que monnaie ne pose aucun problème. Tout étalon monétaire comporte certains problèmes. Par exemple, la création d'un nouvel étalon-or exigerait un énorme travail technique sur les questions de parité avec les autres devises et sur le maintien desdites parités. Cette tâche s'apparenterait aux huit années de recherches qui ont précédé la convergence des multiples devises européennes vers la monnaie unique, l'euro, entre le Traité de Maastricht (1991) et le lancement officiel de l'euro (1999). Pourtant, les détracteurs de l'or seraient obligés de formuler de véritables objections (s'ils en ont) et non

les platitudes éculées énumérées ci-dessus. Tournons le dos aux accusations *visant* l'or et passons aux arguments qui plaident *en sa faveur*.

Malheureusement, certains des arguments les plus courants, en faveur de l'or, sont aussi éculés et vides de substance que les accusations dont il est l'objet. Par exemple, certains adeptes du complot affirment qu'il n'y a pas de stock d'or à Fort Knox. Ah bon ? Si l'or est aussi précieux que le revendiquent les *gold bugs*, pourquoi le gouvernement le quitterait-il des yeux ?

En fait, l'essentiel des réserves d'or américaines sont sous bonne garde à Fort Knox (État du Kentucky), et à West Point (État de New York). Par ailleurs, des quantités moindres sont conservées à la Denver Mint (hôtel des monnaies) et à la Réserve fédérale de New York. Cet or peut être loué à d'autres entités, via la Banque des règlements internationaux, située à Bâle, en Suisse. Pour autant, cela ne veut pas dire que l'or américain n'est pas conservé aux États-Unis. La location d'or est une transaction-papier n'exigeant aucun transfert physique.

D'autres défenseurs de l'or affirment que les États-Unis n'ont pas réalisé d'audit de leurs réserves d'or, ce qui (d'après eux) prouverait qu'il n'y a pas d'or. En fait, cela prouve le contraire. Le gouvernement américain a énormément intérêt à minimiser (en apparence) l'importance de l'or, et il souhaite que les citoyens en oublient l'existence même (tout en conservant 8 000 tonnes dans des chambres fortes). Il est

également important de noter que les audits sont réservés aux actifs importants, pas à ceux qui sont insignifiants. En refusant de réaliser un audit, le gouvernement continue de faire comme si l'or était insignifiant. Un audit, ce serait respecter la valeur de l'or : c'est la dernière chose que souhaite le gouvernement américain.

Ce livre s'intitule *Nouveau Plaidoyer pour l'Or*, en insistant bien sur le mot *nouveau*. Notre objectif n'est pas de répéter indéfiniment d'anciens arguments mais de replacer le débat sur l'or dans le contexte du XXI<sup>e</sup> siècle. Cela comprend notamment le rôle de l'or au sein des guerres cyber-financières, son importance dans le cadre des sanctions économiques appliquées contre des pays tels que l'Iran, ainsi que l'avenir de l'or en tant que concurrent de cette monnaie mondiale appelée Droits de Tirage Spéciaux (DTS), qui est émise par le Fonds monétaire international.

À présent, laissons de côté les détracteurs de l'or et les adeptes du complot les plus tendancieux, et explorons l'importance de l'or dans ce monde numérique et hyperactif dans lequel nous vivons désormais. Ce voyage est intrigant.

## L'OR ET LA FED

*Le chômage, la précarité des travailleurs, les attentes déçues, l'épargne qui disparaît, les avantages excessifs accordés à certains individus, le spéculateur, le profiteur : dans une large mesure, ils sont tous issus d'une instabilité de l'étalon des valeurs.*

JOHN MAYNARD KEYNES, *LA RÉFORME MONÉTAIRE* (1924)

La Fed est-elle fauchée ? La « Fed ». Ce terme familier, fait référence à l'ensemble du *système de la Réserve fédérale* composé de douze banques régionales, toutes détenues par des banques privées de leurs régions. Lorsque je dis « fauchée », je veux dire *insolvable* : lorsque le passif dépasse l'actif, le résultat net est négatif. En dehors de cette définition, la question subsiste : la Fed est-elle fauchée ?

J'ai eu l'occasion de discuter de cette question avec, entre autres, des membres du Conseil des Gouverneurs de la Fed, des présidents de Réserves fédérales régionales, des responsables de la Fed, des candidats à la présidentielle. J'ai reçu les réponses suivantes : « non », « oui », « peut-être » et « peu

importe ». Chaque réponse révèle une facette inquiétante de la Réserve fédérale. Examinons ces réponses les unes après les autres, et ce qu'elles signifient, selon ceux qui les ont fournies.

En première analyse, la Fed n'est pas insolvable. Un rapide coup d'œil sur le bilan de la Fed (au moment où j'écrivais ces lignes) m'a permis de constater des actifs totalisant environ 4 490 Mds\$, un passif total d'environ 4 430 Mds\$ et un capital total (actif moins passif) d'environ 60 Mds\$. C'est vrai, la Fed est très endettée (le ratio est d'environ 75/1). Bien entendu, cet endettement amplifie l'impact des profits ou des pertes figurant au capital. Il suffirait que la Fed essuie une perte de 1,3% sur ses actifs pour que son capital parte en fumée. En Bourse et sur les marchés obligataires, des baisses de 1,3% se produisent sans arrêt. Le bilan de la Fed affiche un fort endettement et ne tient qu'à un fil, mais la Fed n'est pas techniquement insolvable.

Voilà qui nous amène au concept de *mark-to-market*<sup>3</sup>. Comme son nom l'indique, le prix du marché signifie que l'on évalue chaque actif à son cours actuel sur le marché, sur la base des meilleures informations disponibles. Les *hedge funds* et les courtiers le font tous les jours, bien que les résultats ne soient déclarés que périodiquement. Les banques ont également recours au *mark-to-market* sur une partie de leur bilan. Certains actifs sont valorisés au prix du

3. Le prix du marché.

marché, d'autres non, selon que ces actifs sont détenus en vue de transactions ou bien d'investissements à long terme.

La Fed n'a pas recours à la comptabilité *mark-to-market*. Que se passerait-il si c'était le cas ? Est-ce qu'elle deviendrait insolvable ? Pour répondre, il faut s'immerger un peu plus dans le bilan de la Fed.

Le cours des instruments à court terme tels que les Bons du Trésor à 90 jours ne varie presque pas. Ces instruments ne sont pas assez volatils pour avoir un gros impact sur la solvabilité de la Fed, même s'ils sont valorisés au prix du marché. Ce n'est pas vrai en ce qui concerne les Bons à 10 et 30 ans. Ces deux instruments sont extrêmement volatils. En fait, la volatilité (dont le terme technique est « *duration* ») augmente lorsque les taux d'intérêt sont bas. Certes, les taux sont proches de leurs plus-bas historiques depuis 6 ans, alors cela rend ces instruments particulièrement vulnérables aux grandes fluctuations que subit la valeur de marché.

Le bilan de la Fed regroupe les « *U.S. Treasury securities – Notes and Bonds, nominal*<sup>4</sup> » sous une seule catégorie et affiche un montant d'environ 2 400 Mds\$ à la date du présent ouvrage. La Fed répartit ensuite ce montant sur les réserves fédérales régionales. Sur les 2 400 Mds\$ détenus par la Réserve fédérale, 1 480 Mds\$ sont enregistrés dans les comptes de la Réserve fédérale de New York. C'est cohérent car la Fed de New York gère les opérations d'*open market*<sup>5</sup>

4. Les titres du Trésor américain.

5. Voir note 2, page 23.

pour tout le système. En outre, elle est le seul acheteur d'obligations du Trésor dans le cadre des différents programmes d'assouplissement quantitatif (QE). La Fed de New York fournit ensuite une liste détaillée de tous les titres du Trésor détenus selon son système SOMA (*System Open Market Account*). En se servant de ces informations détaillées relatives aux titres, des cours journaliers ainsi que des règles de calcul applicables aux obligations, on peut valoriser cette partie du bilan de la Fed au prix du marché.

Les données de la Fed de New York montrent que la Fed a effectué des achats colossaux de Bons à 10 ans, extrêmement volatils, à l'apogée des QE2 et QE3. Dans le cadre du QE2, cela s'est déroulé de novembre 2010 à juin 2011 et, dans le cadre du QE3, de septembre 2012 à octobre 2014.

Si l'on utilise ces seules données, la Fed a été techniquement insolvable, sur une base *mark-to-market*, à certains moments entre juin et décembre 2013. Au cours de cette période, les Bons à 10 ans avaient un rendement à l'échéance<sup>6</sup> d'environ 3%. Or, la plupart des achats de Bons à 10 ans de la Fed avaient été effectués sur un taux de rendement variant de 1,5 à 2,5%. Cette hausse des rendements du 10 ans, passés de 1,5% à 3%, a généré des pertes énormes en comptabilisation *mark-to-market* sur ce compartiment du portefeuille de la Fed : suffisamment pour engloutir son maigre matelas de 60 Mds\$.

6. *Yield to maturity*.

Fin janvier 2013, alors que les rendements commençaient à grimper plus haut, j'ai dîné chez un ami, à Vail, dans le Colorado. Avec nous se trouvait l'un des membres du Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale. Il venait de démissionner mais avait été membre du Conseil au cours des QE1, QE2 et au début du QE3. Je ne suis pas du genre à tourner autour du pot avec les sujets sensibles ; alors, après avoir échangé quelques banalités cordiales, je me suis tourné vers cet ex-gouverneur et j'ai déclaré : « On dirait bien que la Fed est insolvable. » Le gouverneur a eu l'air surpris et a rétorqué : « Non, nous ne le sommes pas. » Je me suis expliqué : « Bon, techniquement non, mais sur la base du *mark-to-market*, on dirait bien que oui. » Le gouverneur a répondu : « Personne n'a effectué ce calcul. » Alors j'ai répondu : « Moi je l'ai effectué, et je pense que d'autres l'ont également fait. »

J'ai regardé le gouverneur droit dans les yeux et remarqué un léger tressaillement. « Bon, peut-être bien. » Ensuite, il a marqué une pause puis ajouté : « Et quand bien même, cela n'a aucune importance : les banques centrales n'ont pas besoin de fonds propres. De nombreuses banques centrales, partout dans le monde, n'ont pas de fonds propres. » Je lui ai répondu : « Je vois ce que vous voulez dire, gouverneur. Techniquement, les banques centrales n'ont pas besoin de fonds propres. Malgré tout, cela pourrait surprendre les Américains. On a de bonnes raisons d'imaginer que cela pourrait poser problème lors de la campagne présidentielle de 2016. » À ce stade, j'ai remarqué que notre hôte devenait



nerveux, alors j'ai orienté la conversation vers des sujets plus sympathiques, tels que le vin et le ski.

Mon but n'était pas de m'enliser dans les méthodes de comptabilité et les théories des banques centrales. Ce que je voulais dire c'est que l'édifice tout entier de la Réserve fédérale, ainsi que le dollar, reposent sur un seul point faible : la confiance.

Tant que la confiance demeure, la planche à billets peut continuer de fonctionner. Dès que la confiance disparaît, la planche à billets ne peut rien pour vous, quel que soit son débit. Ce qui m'inquiète, c'est que la Réserve fédérale est tellement dominée par des analystes quantitatifs sortis du MIT et par des hauts doctorants que les responsables de la politique monétaire se noient dans les modèles et perdent de vue le tempérament du peuple américain ainsi que la confiance qu'il leur accorde.

Début 2015, j'ai dîné en privé avec un autre responsable de la Fed, à Manhattan. Cette fois-ci, ce n'était pas un gouverneur mais un universitaire trié sur le volet par Ben Bernanke et Janet Yellen afin de gérer la politique de communication de la Fed. Ce n'est ni un professionnel des relations publiques, ni une personnalité connue du grand public. C'est « l'initié » par excellence, installé dans un bureau juste en face de ceux de Bernanke et de Yellen, au siège de la Fed, sur Constitution Avenue à Washington (DC). (Bernanke me l'a confirmé en personne plus tard, lors d'une conversation.)

Là encore, j'ai soulevé la question de l'insolvabilité de la Fed sur la base du *mark-to-market*. À ce moment, le 10 ans américain était retombé sous 2%, et les achats de la Fed réalisés entre 2010 et 2013 étaient de nouveau peu volatils car il ne leur restait plus que 5 à 7 ans de maturité. (Un Bon à 10 ans ayant une maturité de 5 ans s'échange comme un Bon à 5 ans, en termes de durée et de volatilité.) Il semblait probable que la Fed ait récupéré ses pertes *mark-to-market* et retrouvé sa solvabilité au moment de notre conversation. Malgré tout, je voulais aborder ce sujet car les taux pouvaient remonter, ce qui aurait provoqué de nouvelles pertes liées au marché. Cette question à propos de la confiance m'intéressait.

Dans ce cas, la réaction a été moins équivoque que celle que j'ai eue à Vail. « Nous n'avons jamais été insolubles et nous ne le serons jamais. Tout est dans le bilan. Allez regarder. » En me disant cela, il fit référence en particulier à la période des taux d'intérêt plus élevés, mi-2013. Cela ne l'a pas décontenancé. « Nous n'avons *jamais* été insolubles. » Fin de la parenthèse.

Comme j'avais effectué ce fameux calcul *mark-to-market* sur le portefeuille obligataire, j'étais intrigué. Étais-je passé à côté de quelque chose ? La Fed possédait-elle un actif caché qui compensait les pertes liées à l'obligataire ? Il était clair que mon ami m'orientait par là et, pourtant, il ne voulait pas le dire de façon explicite.

J'ai repris le bilan de la Fed et j'ai immédiatement trouvé ce que je cherchais. En fait, c'était la première ligne du bilan,

intitulée *gold certificate account*<sup>7</sup>. Au moment où je rédige ces lignes, ce compte figurant au bilan affiche 11 Mds\$. Cette ligne d'écriture correspond au coût d'acquisition, selon les normes comptables habituelles de la Fed. Que se passerait-il si cette ligne était valorisée au prix du marché, tout comme les obligations ?

Pour comprendre ce compte *gold certificate*, il faut remonter jusqu'en 1913 et faire halte en 1934. Lorsque la Fed a été créée, en 1913, ses propriétaires privés, les banques de chaque région, ont été priées de transférer leur or à l'une des réserves fédérales régionales. Ce fut la première étape pour que l'or physique passe entre de moins en moins de mains, sujet sur lequel je reviendrai.

En 1934, le gouvernement américain a réellement confisqué tout l'or de la Réserve fédérale et l'a placé entre les mains du Trésor américain. Fort Knox a été construit en 1937, en partie pour abriter l'or de la Réserve fédérale et en partie pour abriter l'or confisqué aux Américains en 1933.

Suite au *Gold Reserve Act* de 1934, les certificats sur l'or ont été émis par le Trésor américain en faveur de la Réserve fédérale, tant pour combler le trou du bilan que pour surmonter les objections constitutionnelles fondées sur les dispositions du Cinquième Amendement: « [...] ; *nulle propriété privée ne pourra être réquisitionnée dans l'intérêt public sans une juste indemnité.* » Le Trésor a pris l'or de la

7. Compte des certificats sur l'or.

Fed et lui a simplement offert une compensation sous forme de certificats correspondants.

La dernière fois que ces certificats ont été valorisés en *mark-to-market*, c'était en 1971, à 42,2222 \$ l'once. En utilisant ce prix et les informations figurant au bilan de la Fed, cela représente environ 261,4 millions d'onces d'or ou un peu plus de 8 000 tonnes. À un cours de marché de 1 200 \$ l'once, cet or vaudrait environ 315 Mds\$. Comme l'or n'est enregistré dans le bilan de la Fed que pour un montant de 11 Mds\$, cette valorisation au prix du marché donne à la Fed un *actif caché* de plus de 300 Mds\$.

Si l'on ajoute ces 300 Mds\$ au capital de la Fed, cela diminue son endettement de 75/1 à un ratio beaucoup plus respectable de 12/1, ce qui correspond au ratio de fonds propres de la plupart des banques correctement capitalisées. Cet actif caché est plus que suffisant pour absorber, le cas échéant, les pertes valorisées au prix du marché sur le portefeuille obligataire.

Il est également intéressant de noter que la quantité d'or détenue par le Trésor, environ 8 000 tonnes, équivaut à peu près à la quantité d'or revendiquée sur le bilan de la Fed : également 8 000 tonnes environ. Les réserves d'or américaines ont chuté de près de 20 000 tonnes en 1950 à 8 000 tonnes en 1980. Cette chute de 12 000 tonnes s'est déroulée en deux phases. Entre 1950 et 1971, 11 000 tonnes, environ, ont disparu, échangées contre des dollars auprès de pays partenaires commerciaux. Ensuite, 1 000 tonnes supplémentaires ont été bradées sur le marché de 1971 à 1980 afin de

contenir le cours de l'or. Ce plan de répression, qui puisait dans les réserves d'or physique du pays, a été brutalement abandonné et les États-Unis n'ont pratiquement plus rien vendu, officiellement, depuis 1980.

Serait-ce parce que le Trésor a peur de détenir moins d'or qu'il n'en doit, théoriquement, à la Fed? Ces 8000 tonnes représentent-elles le plancher des réserves d'or américaines car c'est ce que revendique la Fed sur son bilan? Si c'est le cas, cette relation est très significative car cela veut dire que les États-Unis *ne peuvent* plus brader l'or physique sur le marché. Cela ne peut qu'encourager les autres, tels que le Royaume-Uni, à vendre leur or à bas prix ou à jouer la carte de l'or-papier via des opérations de *leasing*. Le Trésor américain est hors-jeu en tant que source d'approvisionnement.

Techniquement, les certificats sur l'or n'autorisent pas la Fed à réclamer de l'or physique au Trésor. Mais une obligation morale implicite y est bien rattachée, selon laquelle le Trésor utiliserait l'or pour soutenir la Réserve fédérale en cas d'effondrement de la confiance envers la monnaie-papier de la Fed. Voilà quelque chose que l'on pourrait également qualifier d'étalon-or.

Mon ami de la Fed avait raison. La Fed a été brièvement insolvable en 2013, *sur la base du mark-to-market*, si l'on se contente de ne regarder que son portefeuille obligataire. Toutefois, elle n'a *jamais* été insolvable si l'on prend en compte cet actif or caché *de la Fed*.

La confiance de tout le système financier international repose sur le dollar. Cette confiance vis-à-vis du dollar repose sur la solvabilité du bilan de la Fed. Et cette solvabilité repose sur une petite quantité... d'or. Voilà quelque chose que personne n'a envie de reconnaître ni d'aborder en public à la Fed. La moindre référence sur l'importance de l'or pour la solvabilité de la Fed pourrait amorcer un débat sur les ratios or/monnaie et autres sujets y afférents que la Fed a laissés derrière elle dans les années 1970. Néanmoins, l'or compte toujours au sein du système monétaire international. C'est pourquoi les banques centrales et les États en conservent dans des chambres fortes tout en dénigrant son rôle en public.



## L'OR EST UNE MONNAIE

Si les gens sont fascinés par l'or, ce n'est pas parce qu'il brille mais parce qu'il s'agit d'une monnaie. Le point de départ est là, si l'on veut comprendre ce qui se joue sur l'or.

Dans le monde, il existe de nombreux types de monnaies. À certains moments, différentes formes de monnaies se sont fait concurrence pour le rôle de principale monnaie de réserve mondiale. À ce jour, le dollar, l'euro ou le bitcoin sont des formes de monnaies. C'est également le cas de l'or.

### **Une monnaie, qu'est-ce que c'est ?**

La définition classique de la monnaie se décompose en trois parties : c'est un moyen d'échange, une réserve de valeur et une unité de compte. Si ces trois critères sont remplis, alors vous êtes face à une forme de monnaie. Si vous demandez à des économistes ce qu'est la monnaie, ils partent du principe que seules les monnaies fiduciaires émises par les banques centrales remplissent les conditions requises, puis s'embourbent dans des discussions techniques à propos d'expansion ou de



contraction des masses monétaires de types M3, M2, M1 ou M0, qui sont toutes différentes. Chaque « M » est plus restreint que le précédent. M0 est le plus limité, il se compose des réserves bancaires et des devises. On l'appelle également « base monétaire » car c'est la définition de la monnaie la plus précise que connaissent les économistes. Pour moi, l'or se situe « au-dessous de zéro », même si les économistes ne le reconnaissent pas : c'est une véritable base monétaire dissimulée derrière la masse monétaire papier.

## **Pourquoi l'or ?**

Les détracteurs de l'or le dénigrent volontiers en le qualifiant de « métal brillant », de « tas de cailloux », comme s'il ne représentait aucun intérêt en tant que monnaie. Même les économistes plutôt sophistiqués, tels que l'ex-président de la Fed, Ben Bernanke, parlent de « tradition » s'agissant des stocks d'or détenus dans les chambres fortes des États-Unis, sans même suggérer que l'on puisse en dire quelque chose de plus utile.

En fait, l'utilisation de l'or en tant que monnaie est non seulement ancienne mais extrêmement pratique. Dernièrement, Justin Rowlett, de BBC World Service, a interviewé Andrea Sella, professeur de chimie à l'University College de Londres. Au cours de cette interview, le Professeur Sella a passé en revue le tableau de Mendeleïev (ou tableau

périodique des éléments) afin d'expliquer pourquoi l'or, parmi toutes les autres structures atomiques de notre univers, dispose de caractéristiques uniques et idéales lui permettant de servir de monnaie dans le monde réel.

Nous nous souvenons tous de ce tableau de Mendeleïev, lorsque nous étions en cours de chimie, à l'école. Cela ressemble à une grille remplie de carreaux, chaque carreau correspondant à un élément. Il y a environ dix-huit carreaux en largeur et neuf en hauteur, et une forme irrégulière autour des bords; l'hydrogène (H) et l'hélium (He) figurent en tête du tableau. Chaque carreau contient le nom d'un élément et son symbole qui comporte une ou deux lettres, ainsi que des informations utiles telles que le poids atomique, la masse atomique et le point d'ébullition. 103 éléments sont ainsi représentés, de l'hydrogène (numéro atomique 1) au lawrencium (numéro atomique 103). Pour nous, ce qui compte, c'est que dans l'univers que nous connaissons, tout est soit composé de l'un de ces éléments, soit d'une de leur combinaison moléculaire. Si vous cherchez une monnaie, c'est là que vous la trouverez.

Le professeur Sella nous a fait rapidement faire le tour de ce tableau. Il a montré que la plupart des matières présentes dans l'univers sont totalement inappropriées pour devenir de la monnaie. Ensuite, il s'est concentré sur une poignée d'éléments appropriés et a isolé celui qui est pratiquement parfait à cet égard : l'or.

Sella a rejeté rapidement dix éléments de la partie droite du tableau, y compris des éléments tels que l'hélium (He),

l'argon (Ar) et le néon (Ne). La raison est évidente: ce sont tous des gaz à température ambiante et ils s'évanouiraient littéralement dans l'atmosphère. Ils ne peuvent en aucun cas faire fonction de monnaie.

En plus de ces matières gazeuses, Sella a rejeté des éléments tels que le mercure (Hg) et le bromure (Br) car ils sont liquides à température ambiante donc aussi peu pratiques que les matières gazeuses. D'autres éléments sont rejetés car ils sont toxiques. L'arsenic (As), notamment, est disqualifié pour cette raison. Ensuite, il est passé à la partie gauche du tableau, qui comprend douze éléments alcalins tels que le magnésium (Mg), le calcium (Ca) et le sodium (Na). Ces derniers ne peuvent servir de monnaie car ils se dissolvent ou bien explosent au contact de l'eau.

Les éléments suivants, également écartés, sont notamment l'uranium (U), le plutonium (Pu) et le thorium (Th) pour la bonne raison qu'ils sont radioactifs. Personne n'a envie de se balader avec une monnaie susceptible de provoquer le cancer. Ce groupe comprend également trente éléments radioactifs créés uniquement en laboratoire et qui se décomposent quelques instants après leur création, tels que l'einsteinium (Es).

La plupart des autres éléments ne peuvent pas non plus servir de monnaie en raison de leurs propriétés spécifiques. Le fer (Fe), le cuivre (Cu) et le plomb (Pb) ne font pas l'affaire car ils rouillent ou se corrodent. Il est déjà regrettable que les banques centrales saccagent votre monnaie, alors autant ne pas en avoir une qui se détériore toute seule.

Rowlatt et Sella ont continué à passer le tableau en revue. L'aluminium (Al) est trop léger pour frapper des pièces. Le titane (Ti) est trop dur pour qu'on ait pu le fondre avec les équipements primitifs qui existaient dans l'antiquité.

Une fois ce processus d'élimination achevé, il ne reste plus que huit candidats susceptibles de servir de monnaie. Il s'agit des métaux dits « nobles », qui se trouvent au centre du tableau, à savoir : l'iridium (Ir), l'osmium (Os), le ruthénium (Ru), le platine (Pt), le palladium (Pd), le rhodium (Rh), l'argent (Ag) et l'or (Au). Tous ces métaux sont rares. Pourtant seuls l'argent et l'or sont disponibles en quantité suffisante pour constituer une masse monétaire concrète. Les autres sont extrêmement rares, trop rares pour constituer une monnaie, et difficiles à extraire car leurs points de fusion sont très élevés.

Rowlatt a conclu son *tour d'horizon\** ainsi :

*« Il ne nous reste donc que deux éléments : l'argent et l'or. Ils sont rares tous les deux mais dans une certaine mesure seulement. Tous deux ont également un point de fusion relativement bas, et sont donc faciles à frapper en pièces et en lingots ou à utiliser en joaillerie. L'argent se ternit : il réagit à d'infimes quantités de soufre dans l'air. C'est pourquoi nous accordons autant de valeur à l'or<sup>8</sup>. »*

8. Rowlatt, Justin, "Why do we value gold?" BBC World Service Magazine, December 8, 2013, [www.bbc.com/news/magazine-25255957](http://www.bbc.com/news/magazine-25255957)

\* En français dans le texte.

Il s'avère que l'or possède le charme ultime d'être doré. Tous les autres métaux sont plutôt de teinte argentée, à l'exception du cuivre (Cu), qui verdit lorsqu'il est exposé à l'air. La beauté ne constitue pas un prérequis en matière de monnaie. Mais c'est tout de même un attribut de l'or agréable d'autant qu'il passe les autres tests haut la main.

Nos ancêtres n'ont pas utilisé l'or simplement parce qu'il était brillant ou splendide, comme le suggèrent ses détracteurs contemporains. L'or est le seul élément qui possède *toutes* les caractéristiques physiques requises : la rareté, la malléabilité, le caractère inerte, la longévité et l'uniformité. Toutes ces caractéristiques permettant d'en faire une réserve de valeur physique et pratique. Les civilisations plus raisonnables que la nôtre savaient bien ce qu'elles faisaient.

Certes, la liste de ces qualités ne signifie pas que l'or *doit* forcément être une monnaie. Actuellement, la monnaie existe essentiellement sous forme numérique. Les électrons qui stockent les chiffres ne rouillent pas non plus. Mais là encore, ils n'ont rien de rare.

Ce n'est pas parce que la monnaie est « numérique » qu'elle ne fait pas partie du monde réel. On ne peut pas échapper au tableau périodique des éléments. La monnaie numérique existe sous forme de particules subatomiques dotées d'une charge électrique et stockées dans des puces de silicone (Si). Ces particules chargées d'électricité peuvent être piratées et effacées. Les atomes de l'or (nombre atomique 79) sont stables et ne peuvent être effacés par des cyber-pirates

chinois et russes. Même à l'ère cybernétique, l'or demeure inégalé en tant que monnaie.

## **L'or n'est pas un investissement**

L'or n'est pas un investissement car il ne présente aucun risque et n'offre aucun rendement. La célèbre critique formulée par Warren Buffett, c'est que l'or n'offrant aucun rendement, il n'a aucune chance de faire fructifier son argent. Il a raison. L'or n'offre aucun rendement : il n'est pas censé le faire car il est dépourvu de risques. Si vous achetez une once d'or et que vous la conservez 10 ans, vous vous retrouverez avec une once d'or, ni plus ni moins. Certes, le « cours en dollar » de l'once d'or peut varier radicalement en 10 ans. Le problème, ce n'est pas l'or, c'est le dollar.

Pour obtenir un retour sur investissement, vous devez prendre des risques. Avec l'or, quel est le risque ? Il n'y a pas de risque lié à une maturité, puisqu'il s'agit seulement d'or. Il ne se transformera pas en or « à échéance » puisqu'il est d'ores et déjà et sera toujours de l'or. L'or ne présente pas de « risque émetteur », puisque personne ne l'émet. Si vous le détenez, vous le possédez. Il ne représente le passif de personne d'autre. Il ne présente pas de risque propre à la matière première. Avec les matières premières, il faut prendre en compte d'autres risques. Lorsque vous achetez du maïs, vous devez vous inquiéter des choses suivantes : Est-ce du bon ou du mauvais maïs ? Avec le

pétrole, c'est la même chose: il existe soixante-quinze qualités de pétrole dans le monde. Mais l'or pur est un élément: il porte le nombre atomique 79. Ce sera toujours simplement de l'or.

## **L'or n'est pas une matière première**

L'or n'a pratiquement aucune utilité industrielle. Ce n'est pas une matière première car il ne fait pas partie d'un quelconque processus de fabrication, exceptés quelques-uns. Observons une autre matière première. Le cuivre est utilisé pour fabriquer des câbles et des tuyaux. Quant à l'argent, outre son caractère de métal précieux, il compte de nombreux usages industriels. D'autres matières premières extraites entrent dans des processus de fabrication et de production. Ce n'est pas le cas de l'or. L'or peut être utilisé dans l'électronique, pour le traitement de surface, la connectique et d'autres choses semblables, mais cela reste limité: ce n'est rien de très conséquent.

Nous savons que l'or se négocie sur le marché des matières premières et qu'il est répertorié dans cette catégorie sur votre site Internet préféré. Des chroniqueurs à bout de souffle commentent les mouvements de l'or depuis les salles de marché des matières premières. Pour autant, cela ne fait pas de l'or une matière première. Il est important que les investisseurs le comprennent car de nombreux événements peuvent impacter les matières premières sans pour autant affecter l'or de la même manière.

Prenons la période de la Grande Dépression. Le problème économique le plus décourageant, c'était la déflation. Les prix des matières premières et de la production industrielle s'étaient effondrés brutalement. Pourtant, de 1929 à 1933, le cours de l'or en dollar n'a pas baissé: il est demeuré au niveau des 20,67 \$ l'once. L'or jouait un rôle monétaire, et non un rôle de matière première.

En quelques mois, début avril 1933, le gouvernement américain a manipulé le cours de l'or à la hausse, le faisant passer de 20,67 \$ l'once à 35 \$. L'État a procédé ainsi afin de provoquer de l'inflation: il souhaitait à tout prix se sortir de la déflation, et l'or a ouvert la voie par décret gouvernemental. Les cours des actions et les prix des matières premières lui ont rapidement emboîté le pas. L'or ne s'est pas comporté comme une matière première mais comme une monnaie. Actuellement, les États craignent à nouveau la déflation et recherchent de l'inflation afin de les aider à alléger le fardeau des dettes souveraines. L'or pourrait bien être sollicité à nouveau afin de déclencher cette inflation que les banques centrales n'ont pas réussi à provoquer jusqu'à présent.

La corrélation de l'or et du *Continuous Commodity Index*<sup>9</sup>, en 2014, illustre également le fait que l'or ne se

9. L'indice *Thomson Reuters Equal Weight Continuous Commodity* est reconnu comme principal baromètre du prix des matières premières. Cet indice comprend 17 contrats *futures*, basés sur les matières premières, et rééquilibrés en permanence: le cacao, le café « C », le cuivre, le maïs, le coton, le pétrole brut, l'or, le fioul domestique, le bétail, le porc, le gaz naturel, le jus d'orange, le platine, l'argent, le soja, le sucre N° 11 et le blé. L'indice CCI est issu de l'indice CRB, créé en 1957. Il reflète la 9<sup>e</sup> modification de l'indice, effectuée en 1995. On l'appelle parfois « l'ancien CRB ».



comporte pas en matière première. Cet indice intègre seize composantes, y compris l'or, le minerai de fer, le cuivre, l'aluminium et des matières premières agricoles. De janvier à novembre 2014, l'or a affiché une corrélation élevée avec cet indice, ce qui était prévisible. Mais en novembre 2014, l'indice a plongé et le cours de l'or en dollar a nettement augmenté. Cette divergence a coïncidé avec la chute des cours des métaux de base et de l'énergie (ce qui a provoqué la chute de l'indice), et une demande d'or en progression émanant de la Chine et de la Russie (ce qui a provoqué les mouvements sur l'or). L'or a cessé brutalement de se négocier comme une matière première pour se négocier comme une devise. Voilà le type de comportement qui nous attend.

## **L'or, ce n'est pas du papier**

Les acteurs de Wall Street, les banques américaines ainsi que d'autres membres de la LBMA (London Bullion Market Association<sup>10</sup>), ont créé d'énormes volumes de « produits liés à l'or » qui ne sont pas de l'or. Il s'agit de contrats-papier.

Ces produits comprennent des ETF, dont le plus important est référencé par le symbole boursier GLD. Le fait qu'il y ait un « symbole boursier », un « code mnémo » signifie que ce produit n'est pas de l'or. Un ETF, c'est un titre négociable.

10. L'Autorité de régulation du marché de l'or, à Londres.

Il y a *bien* de l'or, quelque part dans cette structure, mais vous ne le possédez pas, vous possédez un titre boursier. Même celui-ci n'est pas physique: il est numérique et peut être facilement piraté ou effacé.

La structure juridique de GLD est un fonds (un *trust*) et son *trustee* (mandataire) possède de l'or physique dans une chambre forte. Cette structure se vérifie généralement pour tous les ETF basés sur l'or. Les chambres fortes de GLD sont situées à Londres. En ce qui concerne les actions de GLD, c'est un ensemble de participants agréés qui jouent le rôle de teneurs de marché. Ce sont des membres importants de l'association LBMA, tels que Goldman Sachs et JP Morgan Chase, entre autres.

Les principales activités de ces participants agréés portent sur des opérations d'arbitrage entre le marché de l'or physique et le marché des actions GLD. Si les actions GLD subissent une pression à la vente, les participants agréés peuvent en acheter, en qualité de teneur de marché, puis vendre à découvert de l'or physique. Ensuite, l'arbitragiste peut remettre ses titres au *trustee*, recevoir de l'or physique en échange et couvrir sa position *short* sur l'or physique, empochant ainsi le profit représenté par la différence entre le prix de l'action GLD et le prix de l'or physique. Ce type d'arbitrage est semblable aux arbitrages dits « gold points » qui se déroulaient entre New York et Londres avant 1914, excepté qu'il n'est plus nécessaire d'expédier de l'or physique de l'autre côté de l'Atlantique afin de réaliser un profit.

De nos jours, l'or repose simplement dans une chambre forte de la LBMA, ou de GLD, et est alloué selon les arbitrages.

Ceux qui investissent dans GLD s'exposent à d'autres risques, hormis le fait de ne pas détenir d'or physique et d'être victime de piratage informatique. Par exemple, les autorités pourraient fermer la Bourse de New York, empêchant ainsi les investisseurs de négocier leurs titres. Ceux qui racontent qu'une place boursière ne sera jamais fermée devraient se rappeler ce qu'il s'est produit suite à un problème informatique le 8 juillet 2015, pendant l'ouragan Sandy en 2012, et au lendemain du 11 septembre 2001. C'est notoire, le New York Stock Exchange a également baissé le rideau pendant quatre mois, lorsque la Première Guerre mondiale a éclaté. Des coupures de courant ou des problèmes informatiques pourraient également provoquer à nouveau la fermeture de la Bourse à tout moment. Avec les ETF, vous êtes prisonnier du système numérique.

La LBMA vend également de l'or-papier, par des contrats agissant comme des contrats à terme (*futures*) non réglementés. L'or lié à ces contrats est décrit comme « non alloué », ce qui signifie que le propriétaire ne peut réclamer de l'or physique. Le vendeur doit détenir de l'or physique mais pas forcément dans la quantité nécessaire pour satisfaire les demandes potentielles de tous les acquéreurs d'or non alloué. Les banques peuvent vendre ces contrats 10 \$, voire plus, pour chaque dollar en or physique qu'elles détiennent. Elles espèrent que les détenteurs ne viendront pas tous en même

temps réclamer de l'or, car s'ils le font, ils n'en auront pas. Les détenteurs d'or, selon ces contrats, doivent respecter un préavis vis-à-vis de la banque s'ils veulent convertir leur or non alloué en or réellement alloué et conservé sous clé. La durée du préavis permet à la banque de localiser de l'or physique nécessaire pour couvrir le contrat.

Si un trop grand nombre de clients réclame de l'or physique en même temps, la banque peut résilier le contrat en offrant en contrepartie une somme correspondant au cours de clôture, à la date de résiliation. Le client récupérera un chèque du cours de clôture, mais n'aura jamais d'or physique. Ça, c'est dans le meilleur des cas. Dans le pire des cas, la banque fait faillite et ceux qui ont investi sur cet or ne récupèrent rien.

Donc, ces contrats d'or-papier permettent peut-être de se positionner sur le marché de l'or, mais on est très loin de l'or réel. Car, dans le cas où l'on aurait une ruée sur l'or et que le cours de l'or flamberait, ces contrats or-papier feront défaut: il n'y aura pas assez d'or pour satisfaire toutes les demandes. Le seul or véritable, c'est celui qui est conservé sous clé, hors d'une banque.

## **L'or n'est pas numérique**

L'or est une monnaie physique et non une monnaie numérique. En tant que tel, l'or est une assurance contre les risques auxquels sont exposées les monnaies numériques.

Le dollar est essentiellement une monnaie numérique. Même si nous avons quelques billets dans nos poches, c'est tout de même peu par rapport à nos besoins. Je peux aller à l'épicerie avec un billet de 20 \$ mais je vais plutôt me servir de ma carte de crédit. Lorsque vous percevez votre salaire, il est probablement directement viré sur votre compte par votre employeur. Lorsque vous réglez vos factures, vous utilisez le système de paiement en ligne. Lorsque vous allez faire des courses, vous utilisez probablement une carte de paiement ou une carte de crédit. Les espèces que vous utilisez représentent une infime partie de vos transactions économiques.

Le plus grand marché des valeurs au monde, le marché des Bons du Trésor américain, n'a plus émis de certificat en papier depuis le début des années 1980. Il existe peut-être encore de vieux certificats imprimés noir sur blanc sur papier, dans les greniers, mais le marché des Bons du Trésor est intégralement numérique de nos jours, tout comme les systèmes de paiement. La société du numérique, « sans *cash* » existe déjà. Certains observateurs s'inquiètent de ce qu'ils nomment « *la guerre contre le cash* ». Ne vous inquiétez pas, cette guerre est déjà terminée et c'est le gouvernement qui a gagné.

En pratique, les honnêtes citoyens ne peuvent plus accéder à d'importantes sommes en espèces sans être suspectés de trafic de drogue, de terrorisme ou d'évasion fiscale. Parallèlement à cette suspicion, il y a le contrôle exercé par l'État. Les citoyens qui ne possèdent pas d'or n'ont d'autres choix que de se plier à la numérisation de la monnaie.

La monnaie numérique peut subir des coupures de courant, l'effondrement des infrastructures et des places boursières, le piratage et le vol en ligne. À quoi bon détenir un portefeuille pesant un milliard de dollars s'il peut partir en fumée du jour au lendemain ?

Que se passerait-il si l'État fermait les banques et reprogrammerait les distributeurs de billets pour vous limiter à des retraits de 300 \$ par jour, juste pour vos courses et l'essence ? Peu importe que vous disposiez de 100 000 \$ à la banque. Les autorités de réglementation décrèteraient que 300 \$ par jour, c'est suffisant pour régler votre essence et vos provisions jusqu'à nouvel ordre.

Or, c'est précisément ce qu'il s'est produit dans la zone euro : à Chypre en 2013, puis en Grèce en 2015. N'importe quel épargnant devrait posséder de l'or physique afin de se couvrir en cas de gel bancaire.

## **L'histoire d'un effondrement monétaire et la fin de l'étalon-or**

L'or est une monnaie. Malgré tout, son statut de monnaie a continuellement été dénigré par les gouvernements et les économistes, en particulier au cours de la période consécutive à l'effondrement du système monétaire international et à l'arrêt de la convertibilité du dollar en or décidé par les États-Unis en 1971. L'effondrement monétaire de 1971 n'aurait dû

étonner personne. Le système monétaire international s'est effondré à trois reprises au cours du xx<sup>e</sup> siècle: en 1914, en 1939 et en 1971. Il s'est également dangereusement rapproché de l'effondrement en 1998 et en 2008.

Comme le système monétaire international actuel est largement axé sur le dollar US, une perte brutale de confiance vis-à-vis de ce dernier et de son rôle de réserve de valeur déclencherait un nouvel effondrement. Cela peut vous paraître surprenant mais ce genre d'effondrement se produit tous les 30 ans, environ. Si l'on se base sur l'histoire monétaire du siècle passé, nous nous situons probablement à la fin du système monétaire international actuel et nous nous rapprochons à grands pas d'une nouvelle version.

Les effondrements monétaires n'ont pas mené à la fin du monde. Les gens ne se sont pas réfugiés dans des grottes et n'ont pas commencé à se nourrir de conserves. L'effondrement monétaire a conduit les principales puissances financières et commerciales à s'installer autour d'une table et à réécrire ce qu'elles appellent les « règles du jeu », un raccourci désignant le fonctionnement du système monétaire international.

Par exemple, après l'effondrement de 1914, une conférence monétaire s'est tenue en 1922, à Gênes (Italie), au cours de laquelle les principales puissances ont réécrit les règles du jeu et tenté de rétablir l'étalon-or. Après l'effondrement de 1939, une conférence monétaire internationale, plus importante et plus célèbre, s'est tenue à Bretton Woods, dans le New Hampshire, en 1944. Là, les règles du jeu

se sont réécrites autour d'un étalon-dollar-or. Ensuite, au lendemain de l'effondrement de 1971, lorsque le Président Nixon a suspendu la convertibilité des dollars en or, une série de conférences s'est tenue, la plus célèbre étant celle de l'Accord du Smithsonian en décembre 1971. De nombreuses négociations se sont déroulées par la suite, jusqu'à l'Accord du Plaza en 1985 et à l'Accord du Louvre en 1987, lesquels ont à nouveau donné lieu à de nouvelles règles du jeu.

La période allant de 1971 à 1980 a été temporairement chaotique, à mesure que les États-Unis se dirigeaient tant bien que mal vers des taux de change flottants. En termes de performance économique, ce fut une période terrible. Les États-Unis ont subi trois récessions entre 1973 et 1981. L'or s'est envolé de 35 \$ à 800 \$ l'once. L'inflation a décollé. La valeur du dollar a été divisée de plus de moitié.

Paul Volcker et Ronald Reagan ont volé au secours du dollar en 1981. C'est à cette période que le monde s'est tourné vers un nouvel « étalon-dollar », période également désignée comme l'ère du Roi-Dollar.

En fait, les États-Unis ont déclaré au monde entier qu'en l'absence d'un étalon-or, le dollar constituerait une réserve de valeur fiable. Cela signifiait qu'il fallait mettre un terme à l'inflation du dollar et faire des États-Unis une destination séduisante pour les investissements en dollar. La politique monétaire de Volcker ainsi que les mesures réglementaires et fiscales de Reagan ont rempli ces objectifs. En gros, on a déclaré aux partenaires commerciaux des États-Unis qu'ils



pouvaient s'arrimer au dollar. Ce solide standard du dollar a bien fonctionné de 1981 à 2010, période qui se caractérise par une forte croissance jusqu'en 2007 et de longues périodes d'expansion économique au cours des années 1980 et 1990.

Donc, de 1870 à 1971, le système monétaire s'est servi de variantes de l'étalon-or, avec certaines interruptions motivées par les guerres. Pendant 30 ans, de 1980 à 2010, le monde n'a pas eu d'étalon-or, mais un étalon-dollar. À présent, nous n'avons ni étalon, ni arrimage quelconque au sein du système monétaire international. Il n'est pas surprenant que depuis 2007 nous vivions dans la confusion, la volatilité et avec des performances laissant à désirer, tant sur les marchés que pour l'économie.

Lorsque le prochain effondrement se produira, il y aura d'autres réunions comme celles qui se sont tenues à Gênes en 1922, et à Bretton Woods en 1944. Actuellement, les investisseurs doivent envisager l'avenir et se demander : « *Quelles seront les nouvelles règles du jeu ?* » En se basant sur ces réponses, ils peuvent imaginer comment organiser leur portefeuille actuel afin de protéger leur argent lorsque les turbulences inévitables surgiront.

## **L'or n'a jamais disparu**

On pense généralement que le Président Nixon a fermé le « guichet de l'or » le 15 août 1971, et que les États-Unis

ont fonctionné sans étalon-or depuis ce moment-là. À partir de là, les décideurs politiques et les professeurs ont lavé le cerveau de deux générations d'étudiants, persuadant ces derniers que l'or ne joue aucun rôle au sein du système monétaire international.

La vérité, c'est que l'or n'a jamais disparu. Les élites du pouvoir ont cessé d'en parler et l'ont publiquement ignoré, mais elles s'y sont pourtant accrochées. Si l'or a si peu de valeur, pourquoi les États-Unis en détiennent-ils plus de 8 000 tonnes ? Pourquoi l'Allemagne et le FMI en conservent-ils chacun environ 3 000 tonnes ? Pourquoi la Chine en achète-t-elle des milliers de tonnes discrètement et pourquoi la Russie en achète-t-elle plus d'une centaine de tonnes par an ? Pourquoi tout le monde se précipite-t-il sur l'or si ce dernier ne joue aucun rôle au sein du système ?

Pour les banques centrales, il est très pratique de convaincre les gens que la monnaie n'a aucun lien avec l'or car cela leur donne le pouvoir d'imprimer autant d'argent qu'elles le souhaitent. Tout le monde, de Ben Bernanke à Alan Greenspan et consorts, a dénigré l'or et déclaré qu'il ne jouait aucun rôle au sein du système. Ce pouvoir de contrôle qui s'exerce sur la monnaie s'accompagne d'un pouvoir de contrôle sur les comportements et la politique. Malgré tout, l'or constitue le véritable fondement du système monétaire international.

## L'or et le système monétaire international

L'or opère un *come-back* au sein du système monétaire international. Lorsque vous analysez ce qu'il se passe réellement dans le monde au regard des discours optimistes que vous entendez à la télévision, il est clair que le monde fonctionne déjà avec un étalon-or parallèle, et qu'il s'oriente vers un étalon-or plus conventionnel, considérant l'or comme une monnaie. Nous en voyons déjà certains signes ; ce n'est pas qu'une vague hypothèse lointaine. Les éléments démontrant que l'or opère un retour au cœur du système sont clairs, et se produisent pour un certain nombre de raisons.

Le Fonds monétaire international (FMI) est le troisième plus grand détenteur d'or dans le monde. (Les États-Unis sont n° 1, l'Allemagne n° 2 et le FMI n° 3. Il est probable que la Chine occupe en réalité la deuxième place bien que ses réserves ne soient pas publiées et qu'il soit difficile de le confirmer.)

Le FMI joue un rôle pivot au sein du système monétaire international, et détient plus de pouvoir et d'influence qu'on ne pourrait l'imaginer en considérant ses apparences technocratiques et bureaucratiques. Le FMI aime bien se poser en ami des pays modestes, aux économies émergentes. En réalité, il s'apparente plus à une énorme entreprise vorace faisant œuvre de charité de temps à autre, simplement pour un coup de communication.

Le FMI a été créé lors de la Conférence de Bretton Woods en 1944. Il a fallu quelques années, à la fin des années 1940 / début des années 1950 pour qu'il fonctionne. Il a commencé en prêtant de l'argent à court terme à des pays riches confrontés temporairement à des déficits de balance des paiements.

Imaginez que la balance des paiements d'un pays ait été en déficit d'une année sur l'autre. L'une des solutions consistait à dévaluer la monnaie [du pays] afin de rendre ses exportations plus compétitives. Mais la dévaluation de la monnaie n'était pas possible selon les taux de change fixes établis par les Accords de Bretton Woods. À la place, le FMI vous accordait un prêt afin de vous permettre de franchir le cap, le temps de réaliser les réformes structurelles nécessaires à votre économie. Ces réformes s'efforçaient de réduire les coûts du travail, d'améliorer la productivité ou le climat lié aux investissements : bref, tout ce qui était nécessaire afin de ramener les comptes en situation excédentaire. Une fois que c'était fait, le prêt à court terme accordé par le FMI pouvait être remboursé.

Dans des cas extrêmes, le FMI pouvait autoriser une dévaluation, mais seulement après que toutes les autres solutions monétaires et structurelles aient été épuisées.

Le système du prêt à court terme s'est rompu à la fin des années 1960 et au début des années 1970 lorsque le Royaume-Uni a brutalement dévalué la livre sterling par rapport au dollar et que les États-Unis ont suspendu la convertibilité de l'or. Le système des taux de change fixes a

rapidement disparu ensuite. Depuis, nous fonctionnons avec des taux de change flottants.

Après les années 1980, le FMI a erré pendant près de 20 ans, sans trop savoir quelle était sa mission. Dans les années 1980 et au début des années 1990, il a agi en tant que prêteur vis-à-vis des marchés émergents car sa mission initiale, visant à stabiliser les taux de change conformément aux Accords de Bretton Woods, avait disparu.

La réputation du FMI a énormément souffert lors de la crise asiatique de 1997-1998. Le sang a coulé dans les rues, et ce n'est pas une métaphore. Des gens ont péri lors d'émeutes à Jakarta, en Indonésie, à Séoul et en Corée du Sud. Jusqu'à ce jour, nombre de personnes, dont Joseph Stiglitz, célèbre lauréat du prix Nobel, attribuent cette crise financière aux mauvais conseils prodigués par le FMI.

À l'aube de l'an 2000, le FMI avait tout l'air d'une baleine échouée sur le rivage qui ne parvenait pas à reprendre sa mission. Personne ne savait vraiment quoi faire, ni comment le faire. En 2006, des pétitions ont réclamé la suppression du FMI. Mais quelque chose de bizarre s'est produit, alors que le FMI était moribond. La crise financière de 2008 a éclaté et, soudain, le FMI est revenu dans la partie. Il est devenu *de facto* le secrétariat du club du G20 réunissant les pays développés et les marchés émergents les plus puissants. Le G20 se comporte comme une sorte de conseil d'administration, et le FMI comme une sorte d'état-major et d'officine en vue de mettre en œuvre ce que souhaite le conseil.

Le FMI dispose de son propre conseil d'administration. Pourtant, curieusement, si vous examinez ses membres, pays par pays, beaucoup se recourent avec le G20. Les pays membres du G20 et les vingt-quatre pays membres siégeant au comité exécutif du FMI sont globalement les mêmes. Le G20 était un groupe de chefs d'État ne disposant pas d'un état-major et le FMI leur en a offert un, clé en main. Depuis 2009, les sommets du G20 fonctionnent main dans la main avec les analystes, l'état-major et les moyens du FMI. Les nouveaux mécanismes de prêt se sont énormément politisés, comme nous avons pu le constater en Ukraine et en Grèce.

Le fait est que le FMI a toujours été un club de pays riches. Le système de vote du FMI exige 85% des voix afin de réaliser un changement significatif, comme la modification des statuts de l'institution (le document régissant le FMI), ou pour approuver une décision de prêt majeure. Les États-Unis détiennent environ 16% des voix, ce qui veut dire que même si tous les autres membres s'unissent pour voter contre les États-Unis, ce n'est pas suffisant pour les contrecarrer. Rien de tout cela n'est une coïncidence, bien sûr. Les États-Unis ont toujours eu la majorité des votes au sein du FMI – dont le siège est d'ailleurs situé à Washington.

Au sein de l'univers financier international, l'une des grandes questions de gouvernance qui se pose, actuellement, porte notamment sur un changement de la répartition des droits de vote. Si vous abordez cette question en vous basant sur la part du PIB mondial que représente votre PIB

national, et que vous comparez cela à vos droits de vote au FMI, les pays riches sont surpondérés et les marchés émergents sous-représentés. La Chine l'illustre très bien. La Chine pèse environ 14% du PIB mondial. Pourtant, ses droits de vote au FMI représentent moins de 5%. Le Congrès américain bloque depuis 2010 la loi qui permettrait à la Chine d'avoir plus de droits de vote. Les États-Unis ont pris en otage la reconnaissance de la position hiérarchique à laquelle la Chine peut prétendre au sein du FMI, en échange du comportement irréprochable de cette dernière dans la bataille des manipulations monétaires dirigées contre le dollar.

À présent, le FMI a retrouvé sa mission initiale, à savoir prêter aux pays riches, en renflouant essentiellement l'Europe où part l'écrasante majorité de ses fonds. L'essentiel des fonds du FMI ne va pas dans des pays pauvres comme le Botswana ou le Mali ou encore la Jamaïque. Cet argent part en Pologne, en Grèce, au Portugal, en Irlande et, pour des raisons politiques, en Ukraine.

Cette frénésie de prêts exige de nouvelles ressources pour le FMI lui-même. Si vous devez prêter de l'argent, où allez-vous le trouver ? Les banques peuvent puiser dans leurs dépôts, nantir des actifs auprès des banques centrales, ou créer de l'argent sorti de nulle part. Le FMI ne dispose pas d'un guichet où vous pouvez effectuer des dépôts, et pourtant il emprunte bien de l'argent. Il émet des instruments financiers. Curieusement, ces instruments financiers ne sont pas libellés en dollar. Ils sont libellés en Droits de Tirage

Spéciaux (DTS), dont la valeur unitaire est d'environ 1,40 \$<sup>11</sup> au moment où je rédige ces lignes. Mais la valeur des DTS peut fluctuer avec le marché.

Qu'est-ce qu'un DTS? C'est une monnaie mondiale. Mais pas du genre de celle que vous avez dans vos poches. Vous ne pouvez pas aller au distributeur et retirer une liasse de DTS. Cependant, les DTS représentent tout de même une monnaie et jouent un rôle de plus en plus important dans l'univers financier mondial, à mesure que le pouvoir du dollar décline. En fait, il existe un guichet, au sein du FMI, qui échange des DTS contre d'autres devises fortes. Voici un exemple tout simple de la façon dont cela fonctionne. En 2009, le FMI a émis 182,7 milliards de DTS, soit l'équivalent de 255 Mds\$ au taux de change actuel. Le FMI procède à ces émissions selon une quote-part – c'est ainsi que le FMI désigne la part d'un pays. Si ma quote-part est de 5% et que le FMI émet 100 milliards de DTS, alors j'obtiens 5 milliards de DTS, soit 5% du total émis. Beaucoup de membres du FMI disposant d'une quote-part n'avaient pas besoin de DTS, mais voulaient d'autres devises fortes à la place.

La Hongrie l'illustre très bien. Si l'on remonte au début des années 2000, les banques hongroises proposaient à leurs clients des prêts immobiliers libellés en deux devises. Les clients pouvaient emprunter soit dans la devise locale, le forint, soit en franc suisse en se finançant auprès de banques

11. Début juin 2016.



européennes, à Vienne ou à Zurich. Le taux d'intérêt des prêts en franc suisse était de 2% alors que celui des prêts en forint était d'environ 9%. Par conséquent, la plupart des emprunteurs ont choisi les prêts en franc suisse, partant du principe que le taux de change resterait fixe. Mais ce n'est pas ce qu'il s'est produit. Le forint s'est effondré et, soudain, le taux d'endettement de ces emprunteurs a bondi par rapport à leurs revenus en devise nationale. Les défauts de paiement sont montés en flèche.

À ce moment, si vous êtes la Hongrie, et que le FMI va vous donner des DTS, vous vous dites qu'en réalité vous avez besoin de francs suisses pour que votre banque centrale aide vos banques locales à rembourser les prêts interbancaires. Alors vous sollicitez le guichet de change du FMI et vous lui demandez des dollars à la place des DTS. Le guichet du FMI appelle la Chine et lui demande si elle ne veut pas acheter des DTS. La Chine répond par l'affirmative. Elle envoie alors des dollars au FMI et obtient des DTS en contrepartie tandis que la Hongrie récupère les dollars, les vend sur-le-champ pour acheter des francs suisses et aider ses banques. C'est ainsi que vous transformez des DTS en une autre devise forte, si nécessaire.

Le FMI n'émet pas de DTS, sauf en période de crise de liquidités. La prochaine fois qu'il se produira une crise mondiale de liquidités, celle-ci dépassera les capacités de la Réserve fédérale américaine et des autres banques centrales. La Fed a épuisé ses munitions en gérant la dernière crise.

Elle n'a pas réussi à dégonfler son bilan et ne pourra probablement pas le faire au cours des dix prochaines années. C'est également vrai pour les autres banques centrales. Elles ne peuvent plus actionner la planche à billets sans anéantir la confiance en la monnaie. Légalement, elles ont la possibilité d'imprimer plus d'argent, mais elles sont parvenues à la limite de ce qu'elles pouvaient faire en restant crédibles.

Dans le contexte d'une nouvelle crise de liquidités, le monde se tournerait vers le FMI qui injecterait des liquidités en émettant des DTS. Ce processus est si mal compris qu'il pourra fonctionner sans altérer la confiance. Cette émission massive de DTS sera inflationniste en dollar. Mais les politiciens, à Washington, se contenteront de montrer du doigt le FMI, officine qui ne rend de comptes à personne.

L'une des conséquences de cette émission massive de DTS sera d'empêcher toute formation de capital en détruisant la valeur réelle des actifs libellés en dollar. Au milieu de cette tempête, on ne pourra que se réfugier vers les actifs tangibles et notamment l'or. Les investisseurs malins orientent déjà leurs portefeuilles de cette façon actuellement, de même que de grandes puissances telles que la Russie et la Chine.

Que se passerait-il si les gens ne faisaient plus confiance au FMI et à cette solution des DTS? Qui renflouerait le FMI? À l'heure actuelle, personne. En se tournant vers le FMI, on ne fait guère avancer les choses, on ne fait que transférer le problème: l'endettement du secteur privé passe dans la dette publique qui se transforme en dette multilatérale émise

par le FMI. Le FMI, c'est le *penthouse*: au-dessus, il n'y a rien. La seule chose à laquelle est adossé le FMI, ce sont ces 3 000 tonnes d'or, et l'or détenu par ses membres aux États-Unis et en Europe.

C'est pourquoi je reviens toujours sur le thème de l'or, pourquoi je calcule les ratios or/monnaie, or/PIB, et que j'établis des projections du cours de l'or en dollar à 10 000 \$ l'once, voire plus. Si l'on enregistre une perte de confiance vis-à-vis de la monnaie-papier nationale et que l'on tente de renflouer le système avec un autre type de monnaie fiduciaire, en particulier les DTS, qu'est-ce que cela apporte de bon ? Si cela fonctionne, ce sera uniquement pour deux raisons. Premièrement, parce que pratiquement personne ne le comprendra et, deuxièmement, parce que nous ne nous promènerons pas avec des DTS en poche. Les DTS seront utilisés par les pays, pour les pays et entre pays, et non par les particuliers. Les DTS ne seront pas transparents. Ils existeront bien et seront très inflationnistes s'ils sont imprimés en quantité suffisante. Mais personne ne les verra réellement car il s'agit du type de monnaie le plus technique et le plus abstrait jamais créé.

Si les DTS fonctionnent, ce sera en partie parce que personne n'y comprendra rien. Et si, finalement, les gens comprennent... il est probable qu'ils perdent alors confiance dans la monnaie. Dans ce scénario, l'or sera l'unique recours.

## **Un étalon-or parallèle**

Partout dans le monde, les pays achètent de l'or à un rythme qui s'accélère afin de diversifier leurs réserves. Cette tendance, conjointement aux énormes réserves détenues par les États-Unis, la zone euro et le FMI, représente un étalon-or « parallèle ».

La meilleure façon d'évaluer cet étalon-or parallèle consiste à utiliser le ratio or/PIB (produit intérieur brut). Ce ratio or/PIB peut se calculer aisément à l'aide des chiffres officiels et en comparant ces derniers d'un pays à l'autre afin de voir où se situent les véritables puissances détentrices d'or.

Les grandes gagnantes – les véritables puissances détentrices d'or dans le monde – sont les dix-neuf nations constituant la zone euro et dont la devise est l'euro. Leur pourcentage d'or par rapport au PIB dépasse les 4%. Le ratio des États-Unis est d'environ 2,7%. Curieusement, le ratio de la Russie est également d'environ 2,7%. La Russie n'a qu'un huitième de l'or détenu par les États-Unis mais son économie ne représente qu'un huitième de celle des États-Unis, le ratio est donc comparable. Toutefois, la Russie est l'un des pays qui achètent le plus d'or et il semblerait qu'elle soit décidée à dépasser les États-Unis et à atteindre le niveau de la zone euro. Le Japon et le Royaume-Uni sont de grandes économies, pourtant, leur ratio or/PIB est faible: environ 0,7%.

Le cas le plus intéressant est celui de la Chine. Les réserves d'or officielles publiées par la Chine sont censées représenter

1 658 tonnes en date de juillet 2015. Pourtant, nous savons d'après différentes sources fiables, notamment la production minière et les statistiques d'importation d'or, que ses réserves réelles se rapprocheraient des 4 000 tonnes. Au-delà des sources officielles, j'ai discuté avec certains raffineurs et des sociétés de convoyage, qui manipulent réellement l'or physique, et j'ai intégré leurs indications dans mes estimations. Dans l'ensemble, on dispose de suffisamment d'informations crédibles qui étayent au minimum cette estimation. Il est tout à fait possible que la Chine détienne en réalité bien plus de 4 000 tonnes d'or. La Chine, comme la Russie, achète de l'or afin d'être à la hauteur des ratios des États-Unis et de l'Europe. Ce ratio or/PIB sera crucial en cas d'effondrement du système monétaire car il constituera la base de tout *reset* monétaire et des « nouvelles règles du jeu ».

Dans le cadre d'un *reset* monétaire, les pays s'uniront, comme je l'ai indiqué, et prendront place autour de la table. On peut considérer cette réunion comme une partie de poker. Lorsque vous prenez place à la table de poker, il vous faut une grosse pile de jetons. L'or sera cette pile de jetons. Cela ne veut pas dire que le monde va automatiquement passer à un étalon-or. Mais cela veut dire que les voix, autour de cette table, dépendront de la taille des réserves d'or de chacun.

Il existe environ 35 000 tonnes de réserves d'or officielles, dans le monde. L'expression « réserves d'or officielles » signifie l'or détenu par les banques centrales, les ministères des Finances et par les fonds souverains. Cela ne tient pas compte

de l'or utilisé en joaillerie ou bien détenu par des particuliers.

Cela veut dire que les achats effectués par la Chine au cours des sept dernières années, à savoir 3 000 tonnes d'or, représentent 10% de toutes les réserves d'or officielles du monde : c'est une énorme évolution des réserves d'or en faveur de la Chine. Son programme d'acquisition explique d'ailleurs sa non-transparence. Le marché de l'or est liquide mais le volume des transactions est modeste. Si les intentions de la Chine étaient entièrement divulguées, les cours de l'or seraient probablement plus élevés. C'est toujours vrai lorsqu'un acheteur important surgit sur un petit marché. La Chine veut maintenir les cours de l'or le plus bas possible jusqu'à ce qu'elle soit arrivée au bout de son programme d'acquisitions.

La Chine essaie d'acquérir suffisamment d'or afin d'avoir une place de choix à la table des négociations lorsque l'effondrement monétaire se sera produit, et que le monde devra conclure un nouvel accord. Des pays comme le Canada, l'Australie et le Royaume-Uni, dont les ratios or/PIB sont faibles, seront relégués le long du mur, à l'écart de la table des négociations. Ces petites puissances détentrices d'or seront les spectateurs du *reset* monétaire mondial et devront se contenter du système, quel qu'il soit, que les États-Unis, l'Europe, la Russie et la Chine auront imaginé. Dans ce scénario, l'Allemagne parlera au nom de l'Europe : le nouveau système sera basé sur un condominium monétaire composé des États-Unis, de l'Allemagne, de la Russie, de la Chine et géré par le FMI. Ces principales puissances détentrices d'or

se préparent déjà à cette éventualité. Voilà ce que je veux dire, lorsque je parle d'étalon-or parallèle.

## Conclusion

L'or est une monnaie. Malgré le dénigrement dont il fait l'objet de la part des décideurs politiques et des économistes, l'or demeurera une réserve de valeur *par excellence*, et continuera de jouer un rôle à part entière au sein du système monétaire mondial. Pour cela, nous pouvons notamment remercier les Français, qui ont pris position au FMI en 1975, en insistant pour que l'or ait sa place dans les réserves officielles même si, à l'époque, ce n'était plus un point de référence monétaire.

Les économistes du monde universitaire ne semblent pas se préoccuper de l'or. La plupart du temps, on l'ignore, et on ne l'étudie jamais avec un angle monétaire. Pourtant, l'or n'a jamais vraiment disparu. En coulisse, il importe toujours. L'or est toujours présent dans les réserves du système monétaire international et aura encore plus d'importance au cours des prochaines années.

Comprendre l'or nous fournit un cadre de référence permettant de comprendre l'avenir du système monétaire international. Dans les chapitres suivants, nous examinerons de quelle façon les investisseurs avisés investissent dans l'or physique afin de se protéger des dynamiques économiques complexes et de l'instabilité à laquelle le XXI<sup>e</sup> siècle doit faire face.

## L'OR EST UNE ASSURANCE

Comme nous l'avons évoqué dans le chapitre précédent, l'or n'est ni un investissement, ni une matière première, ni un contrat sur papier, et il n'est pas non plus numérique. L'or est un élément tout simple portant le nombre atomique 79 : il est tout sauf complexe. Il est solide face à l'effondrement monétaire international et à la complexité des marchés financiers. Détenir de l'or est une assurance contre les tensions économiques actuelles et l'instabilité du système monétaire.

L'or est un actif anti-complexité. Donc, considérant la complexité du monde, tout investisseur devrait en posséder. Alors examinons ce que j'entends par complexité, ainsi que les différentes façons dont l'or peut nous assurer contre les risques systémiques complexes.

### **Les systèmes et les modèles complexes**

Lorsque j'analyse la situation économique mondiale et les probabilités d'effondrement, je me sers de modèles basés sur la théorie de la complexité. La complexité est une branche



des sciences physiques qui étudie l'impact des fonctions récursives au sein de réseaux intensément connectés. C'est une science qui s'intéresse à la façon dont les éléments sont interconnectés et interagissent. Cette interaction aboutit à un changement de comportement, également nommé « comportement adaptatif », qui peut produire des résultats totalement inattendus. La Réserve fédérale, elle, utilise des modèles d'équilibre stochastiques qui ne représentent pas correctement la façon dont le monde réel fonctionne.

Ces termes techniques sont un peu intimidants, mais ces concepts ne sont pas si compliqués. Alors qu'est-ce qu'un modèle d'équilibre ?

Pour l'illustrer correctement, prenons l'exemple d'un avion, que tout le monde connaît. Un avion est constitué de tonnes d'aluminium, d'acier et d'autres composants physiques lourds. Pourtant, il parvient à voler à des altitudes très élevées. Comment fait-il ? Réponse : un avion est profilé et conçu d'une certaine façon. L'aile est plate en bas et incurvée en haut afin que davantage d'air passe sous l'aile qu'au-dessus ; la courbure du haut le bloque. C'est cette forme qui procure de la portance.

Comment l'avion fait-il pour que l'air passe en dessous de l'aile ? Il dispose de moteurs qui lui apportent de la propulsion. Grâce à la propulsion et à la portance, il peut monter dans les airs. Mais, à un moment donné, il faut qu'il vire car la tour de contrôle lui dit qu'il doit aller à un endroit plutôt qu'à un autre. Comment fait-il, concrètement ? Il se

sert d'une gouverne. Lorsque l'avion doit descendre, des ailerons modifient la forme du bas de l'aile. Et ainsi de suite.

À présent, imaginez que la Fed soit le pilote assis dans le cockpit et qu'elle tienne les commandes. Elle peut utiliser les ailerons afin de modifier la forme de l'aile, elle peut utiliser la commande des gaz pour donner plus ou moins d'impulsion, et elle peut utiliser la gouverne pour faire tourner l'avion à bâbord ou à tribord, si nécessaire. Disons qu'il y a quelques turbulences. Le pilote annonce que l'on va prendre plus d'altitude afin de passer au-dessus des turbulences et permettre aux passagers de ne pas être secoués. Si l'avion perd de l'altitude, le pilote lui donne un peu plus d'impulsion ou de portance afin qu'il remonte.

La présidente de la Fed siège au conseil d'administration de la Réserve fédérale, à Washington, et pilote l'économie comme un avion qui ne va ni assez vite ni assez haut. Alors peut-être qu'avec un peu d'impulsion sous forme d'émission d'argent, un peu de gouverne sous forme de *forward guidance*, et peut-être un peu de portance grâce à l'assouplissement quantitatif, l'avion arrivera-t-il à voler ? Voilà en quoi consiste un modèle d'équilibre.

Mais ce modèle pose problème. L'économie n'est pas un système fondé sur un équilibre. L'économie est un système complexe. Qu'est-ce qu'un système complexe ? Imaginez que l'avion se transforme soudain en papillon : il s'agit-là d'un exemple de complexité. La complexité produit l'imprévisible, ou ce que l'on appelle techniquement une « propriété

émergente ». Une propriété émergente, en général, est un événement que vous n'avez pas vu arriver. Donc, en l'espèce, la Fed tente de faire voler l'avion en se servant de tous les outils monétaires, mais en courant le risque, lié à la complexité, que l'avion se comporte de manière totalement imprévue.

Prenons le cas du système bancaire. Les banques n'ont jamais réparé les dégâts générés par la crise de 2008, et elles n'ont pas non plus réglé les problèmes ayant conduit, dès le départ, à cet effondrement. Nombre de chroniqueurs et de régulateurs disent que les bilans des banques sont plus solides et que les ratios de fonds propres sont plus élevés. C'est vrai. Malgré tout, ils ne sont pas assez importants par rapport aux risques, et le système est encore instable.

À l'heure actuelle, les cinq plus grandes banques américaines sont encore plus grosses qu'en 2008. Elles ont un pourcentage plus élevé d'actifs bancaires et leurs dérivés pèsent plus lourd dans leurs comptes. Tous les établissements que l'on qualifiait de « *too-big-to-fail* »<sup>12</sup> en 2008 sont encore plus considérables et dangereux aujourd'hui.

Lorsqu'il y a une concentration d'actifs entre les mains d'un petit nombre de banques qui sont toutes en affaire les unes avec les autres, surtout en matière de dérivés, la densité est très élevée. Cela signifie que si un seul petit problème survient, n'importe où dans le système, cette perturbation

12. *Too-Big-To-fail*: trop gros pour faire faillite. Ce sont des établissements dits « systémiques » : la faillite ou mise en difficulté de l'un entraînerait l'effondrement du système tout entier.

s'y propage très rapidement. C'est ce que l'on appelle le phénomène de contagion. Le FMI a trouvé une nouvelle appellation, pour ce type de problème : le « *spillover*<sup>13</sup> » qui signifie la même chose. Que l'on appelle ce type de perturbation financière « contagion » ou bien *spillover*, le même effet de dominos s'exerce au sein du système bancaire.

Le plus effrayant, en matière de systèmes complexes, c'est que les événements les plus cataclysmiques peuvent se produire à partir d'infimes changements (réellement impossibles à percevoir ou à mesurer) des conditions initiales. Une cause infime peut avoir de grands effets. Des événements relativement insignifiants, tels que la faillite imprévue d'un petit courtier inconnu dans une partie reculée du monde, peut provoquer un effondrement systémique en fonction des interconnexions présentes au moment de cette faillite.

Songez à la métaphore suivante : au sommet d'une montagne, un versant abrupt. Il neige depuis plusieurs semaines et la neige s'est amoncelée. Le risque d'avalanche est évident. Les experts constatent que le manteau neigeux, battu par les vents, est instable. Il va forcément s'effondrer à un moment donné. Il peut se maintenir un certain temps. Peut-être que les skieurs les plus audacieux iront tout de même skier car la vue est belle ou parce que ce sont des casse-cou.

Un jour, un flocon tombe, percute le flanc de la montagne, dérange quelques autres flocons. Cela déclenche un

13. Débordement, en français.

faible écoulement qui se transforme en un glissement plus important. Le glissement s'accélère, emporte d'autres flocons au passage, et crée une dynamique. Soudain, tout le versant de montagne est déstabilisé et s'effondre, tuant des skieurs à son passage et recouvrant le village situé en contrebas.

Avec le recul et en analysant *a posteriori* : quel est le responsable ? Le flocon ou le manteau neigeux instable ? Bien sûr, l'instabilité du manteau neigeux est à blâmer, dans la mesure où même si un seul flocon a provoqué l'avalanche, l'effondrement se serait produit de toute façon. Si ce n'est pas ce flocon qui a causé l'avalanche, ç'aurait pu être le précédent, ou le suivant, ou celui du lendemain. C'est l'instabilité du manteau neigeux qui a permis l'avalanche avec pour conséquence la destruction qu'elle a entraînée sur son passage. Ce manteau constitue un système complexe qui ne demande qu'à s'effondrer.

Voici un autre exemple. Imaginez que vous êtes au théâtre et que vous assistez à un spectacle en compagnie d'une centaine de personnes. Soudain, deux personnes se lèvent et se précipitent hors de la salle. Que faites-vous, alors ? Que font tous les autres ? Il est probable que vous ne fassiez rien. Vous allez peut-être vous dire que ce comportement est bizarre ou bien grossier. Peut-être que ces personnes ont reçu un message ou bien étaient en retard pour se rendre quelque part. Quoi qu'il en soit, vous restez assis et vous assistez au reste du spectacle.

Mais imaginons qu'au lieu de deux personnes uniquement, il s'agisse de soixante personnes qui, soudain se lèvent

et quittent précipitamment le théâtre. Que feriez-vous ? Que feraient les autres ? À mon avis, vous les talonneriez en songeant qu'ils ont connaissance de quelque chose que vous ignorez : un incendie ou un risque d'attentat. Mais vous n'attendriez pas d'être le dernier à le savoir. Vous fuiriez le théâtre.

Il s'agit-là d'un nouvel exemple de comportement adaptatif, fondé sur ce que l'on appelle le « seuil critique ». Le seuil critique est le point à partir duquel votre comportement change en fonction du comportement des autres. Dans l'exemple ci-dessus, votre seuil critique (T), dans cette fuite, est supérieur à deux et inférieur à soixante, ce qui peut se représenter, mathématiquement, de la façon suivante :  $2 < T < 60$ .

Toutes les personnes présentes dans ce théâtre peuvent avoir des seuils critiques différents qui sont susceptibles de changer selon les conditions extérieures, ou leur humeur, ou n'importe quel autre facteur. Les spectateurs sont susceptibles de conserver leur calme et de rester assis si deux personnes, uniquement, se précipitent dehors. Mais tout l'auditoire cède soudain à la panique dès qu'un certain nombre de personnes sort précipitamment. Il est difficile de savoir à partir de quel point critique la panique intégrale se déclenche.

Pour essayer de comprendre la complexité présente au sein des marchés financiers, imaginez que l'on applique cet exemple tout simple, non à une centaine de spectateurs mais à cent millions d'investisseurs, dans le monde entier, effectuant chaque jour des transactions sur les marchés financiers

portant sur les devises, les matières premières, les actions, les obligations et les dérivés.

Si vous investissez sur le marché actions et que vous constatez que ce dernier est en baisse, vous pouvez vous dire qu'il offre de bonnes opportunités d'achat. Il continue de baisser et, là, vous vous dites qu'il y a de bonnes affaires à réaliser. Il continue de baisser et là, vous perdez une fortune. À quel moment jetez-vous l'éponge ? À quel stade commencez-vous à paniquer ? À quel stade vous dites-vous : « Bon, je me sors de là. Je vends mes actions ! » Le fait que vous vendiez va peut-être faire baisser encore plus le marché et provoquer de nouvelles ventes. Le phénomène de vente s'auto-alimente. Cela illustre de quelle façon d'énormes changements, déclenchés par d'infimes changements affectant les conditions de départ, peuvent infléchir un résultat.

Il suffit de peu de choses. Il suffit d'un flocon, ou de quelques personnes changeant d'avis, pour que d'autres soient affectés. Tout s'accélère et, en fin de compte, tout le monde se précipite hors du théâtre dans un mouvement de panique – ou ce sont les marchés qui s'effondrent. La plupart des gens ne voient rien venir. Si vous comprenez au moins le fonctionnement de la théorie de la complexité et des dynamiques présentes dans les systèmes complexes, cela vous aidera à comprendre ces dangers.

La meilleure approche n'est pas de se focaliser sur chaque flocon de neige mais d'étudier l'instabilité du système dans son ensemble. En envisageant sa complexité, vous pouvez

anticiper des effondrements systémiques sans même avoir vu le flocon.

Tant que la Réserve fédérale s'accrochera à des modèles fondés sur l'équilibre et ne s'appuiera pas sur la théorie de la complexité, les bulles lui échapperont continuellement et elle sous-estimera le risque systémique, comme elle l'a fait à de multiples reprises au cours de ces trente dernières années. Aucun QI, aussi élevé soit-il, aucun doctorat en économie, ne remplace une modélisation appropriée. Lorsque vous vous servez d'un modèle erroné, vos prévisions sont systématiquement fausses.

## **Les réseaux internationaux**

Actuellement, la théorie de la complexité constitue le nouvel outil économique le plus important en vue de comprendre non seulement la politique monétaire américaine mais également les marchés financiers internationaux. Comme les marchés financiers sont des systèmes complexes et non fondés sur l'équilibre, cela veut dire que tous les modèles macro de toutes les banques centrales et de tous les décideurs politiques du monde sont obsolètes. Il n'est donc pas étonnant que les crises et les effondrements se succèdent.

Ce phénomène n'est pas nouveau. Prenons l'année 1987 : le marché actions a enregistré une chute de 22% sur une seule journée, soit l'équivalent actuel de 4000 points sur le



Dow Jones. Si le marché actions devait chuter de 400 points, actuellement, cela ferait la Une des journaux et tout le monde en parlerait. Imaginez s'il devait chuter de 4 000 points sur une seule journée. Or, c'est ce qu'il s'est produit en 1987.

En 1997, il y a eu la crise asiatique; en 1998, la faillite de Long-Term Capital; en 2000 la crise de la bulle Internet; en 2007, la crise des emprunts hypothécaires; et en 2008, une crise financière globale. Pourquoi ces crises n'arrêtent-elles pas de se produire? Pour la bonne raison que la Fed, installée dans le cockpit, tente de faire voler l'avion – sauf qu'il ne s'agit pas d'un avion mais de quelque chose de bien plus complexe.

Si vous tentez de mettre en œuvre une mesure au sein d'un système complexe en vous servant d'un modèle fondé sur l'équilibre, alors vous vous trompez en permanence. Par conséquent, il est important pour nous de bien comprendre la manière dont la théorie de la complexité s'applique aux marchés financiers. C'est une démarche bien plus pertinente que celle consistant à suivre les débats relatifs à la politique de la Fed.

Nous pouvons être sûrs qu'il existe des connexions, interconnexions, ainsi que des effets de dominos, car c'est ce qui caractérise les réseaux. Si vous utilisez la « théorie des graphes » et la théorie des réseaux pour comprendre la manière dont les connecteurs financiers sont réellement disposés, alors cette conclusion est sans appel. Le problème, c'est que ces connexions peuvent être difficiles à repérer dans la vie réelle. Je vais vous donner un exemple concret.

En 2007, je me trouvais à Tokyo, juste après que le marché immobilier américain a commencé à s'effondrer. La crise a connu son apogée en 2008, avec Lehman Brothers et AIG, mais elle a réellement débuté au cours de l'été 2007. Alors que la Bourse de Tokyo était en baisse, mes confrères japonais n'ont pas immédiatement vu les ramifications. Ils avaient bien compris qu'il y avait un problème de crédits immobiliers aux États-Unis mais ils ne voyaient pas le rapport avec les marchés japonais.

Je leur ai expliqué que lorsque vous faites face à des difficultés financières, vous vendez tout ce que vous pouvez, et non ce que vous voulez. Dans le cas de cette crise, en particulier, il se produisait la chose suivante : aux États-Unis, les *hedge funds* et autres investisseurs qui utilisent des leviers ont dû honorer des appels de marge sur leurs hypothèques risquées. Ils auraient adoré pouvoir vendre ces crédits, mais il n'y avait pas d'acheteurs pour ces derniers, ni pour tout autre titre garanti par des actifs, à l'époque. Alors ils ont commencé à vendre leurs actions japonaises, pas parce qu'ils ne les aimaient plus mais parce qu'elles étaient liquides et pouvaient se vendre facilement, afin de lever des liquidités et d'honorer leurs appels de marge sur d'autres positions. Même si ces deux marchés ne sont pas habituellement corrélés, les difficultés enregistrées sur le marché du crédit immobilier américain ont provoqué une baisse simultanée sur le marché actions japonais. C'est ce que mon ex-collègue et lauréat du prix Nobel, Myron Scholes, qualifie de « corrélation conditionnelle ».

Il s'agit d'une corrélation entre deux marchés qui, normalement, n'existe pas, mais se matérialise soudain lorsqu'une condition spécifique se produit. La corrélation conditionnelle illustre parfaitement ce qu'un physicien identifierait comme une propriété émergente au sein d'un système complexe.

Voici un autre exemple. Les États-Unis sont leader mondial en technologies liées aux satellites de communication et de loisirs, mais également en ce qui concerne leurs applications militaires et liées aux renseignements. Boeing est l'une des principales entreprises de ce secteur. Boeing construit les satellites aux États-Unis mais externalise les lancements de ces derniers en Russie. Depuis 2014, l'animosité entre la Russie et les États-Unis s'est développée, essentiellement en raison de la situation en Ukraine. Si nous laissons ces tensions aller trop loin et commençons à réduire nos échanges commerciaux ainsi que d'autres relations commerciales entre nos deux pays, il ne serait plus possible, soudain, de lancer de nouveaux satellites en Russie et les services du renseignement n'auraient plus d'observateurs dans l'espace. La réduction des capacités du renseignement américain basées sur le territoire national comporte une ramification cachée avec la recrudescence des tensions entre les États-Unis et la Russie autour de l'Ukraine. Cette ramification n'était peut-être pas évidente au début de l'escalade des tensions mais elle a bel et bien « émergé » des dynamiques complexes en présence.

L'un des problèmes analytiques qui se pose, c'est que de nombreuses personnes ne comprennent pas la signification

de la « complexité » lorsqu'elle est utilisée de cette manière technique. Beaucoup emploient à tour de bras le terme « complexe » dans leur jargon, ou de manière interchangeable avec le terme « complication ».

En fait, la complication et la complexité représentent deux situations différentes lorsque les termes sont utilisés dans un sens technique. Par exemple, si vous ouvrez le boîtier d'une montre suisse, que voyez-vous ? Il y a des roues dentées, des roues pignons, des ressorts, des pierres d'horlogerie et d'autres composants. Certes, il s'agit d'un système complexe, mais un maître horloger peut ouvrir la montre, retirer une roue dentée et la nettoyer ou la remplacer afin de réparer la montre. L'horloger referme alors le boîtier et la montre est comme neuve.

À présent, imaginez que vous ouvrez le boîtier de cette montre et, qu'au lieu de trouver des roues, vous découvrez une espèce d'amalgame liquide métallique. Comment faites-vous pour changer une roue à présent ? Il s'agit d'un exemple de complexité imaginaire, selon lequel le mouvement de la montre aurait opéré une transition entre la phase de particule solide et celle de particule liquide. Désormais, le savoir-faire de l'horloger ne fonctionne plus. Les anciens modèles ne fonctionnent plus.

C'est comme une marmite pleine d'eau sur un fourneau. Vous augmentez la chaleur et, pendant un long moment, la marmite est encore remplie d'eau. Soudain, l'eau se transforme en vapeur. La marmite contient la même molécule  $H_2O$  mais les molécules ont subi une transition de phase.

Les molécules d'eau existent à présent sous une forme différente. L'eau est passée de l'état liquide à l'état gazeux.

Si vous avez déjà regardé bouillir une casserole d'eau, vous savez qu'avant que l'eau ne se transforme en vapeur, la surface bouillonne et frémit. Faisons de l'anthropomorphisation et imaginons une molécule dans une marmite d'eau venant à ébullition : la molécule ne « sait pas » si elle veut être de l'eau ou de la vapeur. Elle réfléchit : « eau-vapeur, eau-vapeur », etc. Elle ne peut décider laquelle elle veut être. Soudain, le bouillonnement se produit et l'eau se transforme en vapeur, mais si vous réduisez la chaleur, la surface redevient de l'eau. C'est à cette surface bouillonnante que chaque molécule d'eau passe d'un état (l'eau) à un autre (la vapeur).

C'est une bonne métaphore pour décrire où se situe le monde actuellement. Nous sommes sortis d'un « état » révolu ayant existé avant 2007, mais nous n'avons pas encore atteint un nouvel état. Nous évoluons sur cette surface bouillonnante et frémissante, et cela désoriente les gens.

## **La complexité et les mesures politiques**

La bonne nouvelle, c'est que l'on peut faire énormément, au niveau politique, afin de réduire le risque lié à la complexité des marchés financiers. La mauvaise nouvelle, c'est que les responsables politiques ne prennent aucune mesure constructive allant dans ce sens. Les systèmes complexes s'effondrent

car ils ne sont pas soutenables au-delà d'une certaine dimension ou échelle. Soit la quantité d'énergie est trop forte pour soutenir le système, soit les interactions sont trop nombreuses pour qu'il demeure stable, ou bien les deux. Dans les deux cas, le remède consiste à redimensionner le système à un niveau raisonnable avant que l'effondrement ne se produise.

Que fait la patrouille de surveillance, en montagne, lorsqu'elle identifie un risque d'avalanche ? Elle se met en route de très bon matin, avant que les premiers skieurs n'arrivent, grimpe en haut d'une crête et dispose des charges de dynamite. La patrouille fait exploser la neige et la fait dévaler de façon inoffensive, avant que celle-ci ne le fasse spontanément et ne tue des skieurs. Que font les gardes forestiers américains lorsqu'ils identifient un énorme risque d'incendie ? Ils déclenchent un incendie qu'ils contrôlent afin de brûler une partie du bois séché afin que la foudre, ou un feu de camp, ne déclenchent pas un incendie encore plus vaste qui créerait beaucoup plus de dégâts.

La quantité de bois sec dans une forêt, ou bien la quantité de neige sur un versant de montagne, sont des exemples de ce que peuvent être des outils de mesure existant au sein des systèmes complexes. Au sein des marchés financiers, nous avons également des outils de mesure. Il s'agit notamment de choses telles que l'énorme quantité de dérivés, la concentration des actifs au sein du système bancaire, et de l'actif total des plus grandes banques. Ce sont les équivalents financiers du manteau neigeux instable et de la forêt sèche. Tout comme

les gardes forestiers et les patrouilleurs de montagne purgent les systèmes qu'ils gèrent, les régulateurs devraient purger régulièrement le système bancaire.

Nous devrions morceler les grandes banques en entités plus modestes, en faire quelque chose de semblable à des institutions d'utilité publique, dans le cadre desquelles elles rempliraient une fonction utile pour laquelle elles recevraient une juste rémunération, mais guère plus que ça. Même si nous morcelons réellement les banques, cela ne veut pas dire qu'elles ne peuvent pas faire faillite. Cela veut simplement dire que si elles font faillite, cela n'aura pas d'importance. Le but n'est pas d'éliminer la faillite. Le but, c'est d'éliminer les effondrements catastrophiques que suscite la faillite. Nous pourrions également interdire la plupart des dérivés et revenir au Glass-Steagall Act, qui interdisait aux banques les activités à fort effet de levier et liées aux instruments à risques.

Les opposants au démantèlement des grandes banques affirment que c'est justement leur taille qui permet de réduire les coûts des services bancaires pour les clients. Mais cette soi-disant efficacité, appelée « avantage de premier ordre », compte peu, comparée aux coûts de second ordre que représente un effondrement systémique. Autrement dit, les lobbyistes des banques sont doués pour vanter les bienfaits des grandes banques en termes d'économies d'échelle traditionnelles et de compétitivité mondiale, mais ils négligent totalement les coûts de second ordre que l'ensemble de la

société supporte. Les avantages à long terme tirés de l'absence d'effondrement compensent les coûts à court terme issus de la purge du système. Ce n'est pas un calcul que les responsables politiques sont réellement capables d'effectuer car ils ne comprennent pas les dynamiques des systèmes complexes qui sont à l'œuvre.

Rien ne m'indique que les régulateurs et les banquiers comprennent réellement la théorie de la complexité, mais ils ne semblent pas se rendre compte qu'un nouvel effondrement systémique nous guette. Les États-Unis ne dégagent pas la croissance nécessaire au remboursement de la dette. Les dérivés s'accumulent, les banques contrôlent Washington, et le système financier est défaillant.

L'or représente la seule assurance raisonnable, considérant cette situation.

## **La financiarisation de l'économie**

Ces trente dernières années ont été le théâtre d'une extrême financiarisation de l'économie. Il s'agit de cette tendance à générer de la richesse à partir des transactions financières plutôt que via la production manufacturière, la construction, l'agriculture et d'autres formes de production. Traditionnellement, l'univers financier facilitait les échanges commerciaux, la production et le commerce. Il soutenait d'autres activités, mais ne représentait pas une fin en soi.



L'univers financier, c'était un peu comme l'huile sur les rouages: un ingrédient nécessaire mais pas un moteur en soi. Mais au cours de ces vingt dernières années, l'univers financier s'est métastasé: il est devenu semblable à un cancer. Il agit en parasite sur les activités productives.

En 2008, au moment de la crise et au sein de l'économie américaine, le secteur financier représentait environ 17% des capitalisations boursières et 17% du PIB. C'est énorme s'agissant d'une activité de facilitation. Pourquoi le secteur bancaire représenterait-il 17% du PIB? Il devrait représenter 5%, peut-être, ce qui est plus proche de sa proportion historique. Mais le secteur financier est devenu une fin en soi, motivé par l'avidité et la capacité des banquiers à concevoir des moyens occultes permettant de ponctionner la richesse de cette société complexe. La difficulté réside dans le fait que ces moyens employés par les banquiers pour ponctionner les richesses amplifient la complexité sans apporter aucune valeur. Ce type de financiarisation a pratiquement détruit l'économie mondiale en 2008.

Du fait de la production minière, le stock d'or augmente à un rythme assez régulier. Dans le passé, on faisait ponctuellement des découvertes énormes de gisement, bien que ce ne soit plus le cas depuis plus d'une centaine d'années. C'était au cours d'une période se situant entre 1845 et 1898, époque à laquelle des mines d'or très vastes ont été découvertes. Depuis, la production annuelle a été lente et régulière, d'environ 1,6% par an.

Curieusement, le stock d'or a augmenté à peu près au même rythme que la population mondiale, ce qui en fait une monnaie honnête et viable. C'est pratiquement comme si la rareté de l'or avait été créée exprès dans ce but.

Mais même si vous disposez de cette monnaie honnête, vous ne pouvez pas financiariser l'économie car le secteur financier ne pourrait pas se développer plus vite que la production et l'innovation réunies. Ce dont le secteur financier a besoin, c'est soit d'un levier, soit d'instruments de crédit : dérivés, *swaps*, contrats à terme, options et différents types de titres obligataires ou autres. Il vous faut ce que j'appelle de la « pseudo-monnaie », une expression que j'ai employée dans mon premier livre, *Currency Wars*, afin de permettre à ce jeu de se poursuivre. Le secteur financier ne crée pas de richesse, il l'extrait des autres secteurs de l'économie et, pour ce faire, utilise des informations venant de l'intérieur ainsi que des subventions de l'État. C'est une activité parasitaire, ou encore du type *rentier*. Le secteur financier doit être maîtrisé avant qu'il ne déclenche le prochain krach. Cela signifie qu'il faut morceler les grandes banques, prohiber la plupart des dérivés, et limiter la masse monétaire.

## **Le rôle de la Réserve fédérale**

Si l'on considère son importance, la Réserve fédérale compte parmi les grandes institutions les moins comprises de la société

américaine. La Réserve fédérale est un système compliqué à plusieurs niveaux. L'attention se porte surtout sur son Conseil des Gouverneurs, à Washington. Le Conseil des Gouverneurs compte sept membres mais il y a eu beaucoup de postes vacants, dernièrement. Par conséquent ce conseil fonctionne avec trois ou, parfois, quatre membres.

Au deuxième niveau, vous avez douze antennes régionales situées dans les plus grands centres économiques des États-Unis. Il s'agit notamment des Réserves fédérales de New York, Boston, Philadelphie, San Francisco et Dallas, etc. Ces banques régionales de la Réserve fédérale n'appartiennent pas au gouvernement américain et ne sont pas des institutions gouvernementales. Elles sont détenues par des banques de chaque région. Par exemple, Citibank et JP Morgan Chase sont toutes deux dans la région de New York et sont donc propriétaires de parts de la Réserve fédérale de New York.

Lorsque l'on évoque le fait qu'elle appartienne à des intérêts privés, certaines personnes pensent alors qu'il s'agit d'une conspiration occulte. Mais c'est ainsi que cela fonctionne, depuis la création du système de la Réserve fédérale en 1913. C'est un fait connu et ce n'est pas un secret. La Réserve fédérale est détenue de façon privée au niveau de ses banques régionales. Mais le contrôle de l'intégralité du système est entre les mains du Conseil des Gouverneurs, qui est nommé par le Président des États-Unis et validé par le Sénat du pays. Ce système est donc un hybride peu ordinaire détenu par des banques privées mais contrôlé et supervisé par le gouvernement.

## **Les outils dont dispose la Fed pour la mise en œuvre de mesures politiques**

La Réserve fédérale peut contrôler directement ce qu'elle appelle la politique des taux, ou bien les taux directeurs<sup>14</sup> via ses opérations d'*open market*. Ces dernières consistent à acheter et vendre des Bons du Trésor grâce à un réseau de banques qui sont des *primary dealers*.<sup>15</sup> Lorsque la Fed achète des Bons à un *primary dealer*, elle crée de l'argent sorti de nulle part afin de régler son achat. Ensuite, la Fed vend ses Bons à un *primary dealer*, qui règle la somme due à la Fed, et puis l'argent disparaît. C'est très simple.

La Fed le fait depuis des dizaines d'années. C'est réellement l'une de ses principales missions. Les opérations d'*open market* sont réalisées au guichet des transactions de la Réserve fédérale de New York, ce qui confère à cette dernière un rôle unique au sein de tout le système.

La Fed de New York peut acheter des Bons à court terme afin de resserrer sa politique monétaire si elle souhaite que les taux augmentent. Elle peut vendre ces Bons, créer de l'argent et assouplir sa politique si elle veut que les taux baissent. C'est le rôle traditionnel des opérations d'*open market* et, normalement, cela s'effectue en utilisant des titres du Trésor à court terme – les « taux courts », sur la courbe des rendements.

14. *Federal funds rate*.

15. Établissements financiers spécialisés dans les valeurs du Trésor.

Pour la Fed, la question qui s'est posée au cours de ces dernières années est de savoir comment contrôler les taux d'intérêt à plus long terme. Lorsque les taux de la Fed sont à zéro et que vous ne pouvez plus les baisser, comment influencer les taux à moyen et long termes ?

Il existe deux approches. La première consiste simplement à acheter des Bons du Trésor à moyen et à long termes. C'est ce qui s'est pratiqué dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (QE) et d'une expérimentation en matière de politique monétaire conçue par l'ex-président de la Fed, Ben Bernanke. L'idée, c'est que si les taux à long terme sont plus bas, les investisseurs vont chercher ailleurs des rendements plus élevés, faisant ainsi monter les cours des actions et de l'immobilier. L'augmentation du cours des actions et des prix de l'immobilier crée alors un « effet de richesse » par lequel les investisseurs se sentent... plus riches. Ce sentiment de richesse pousse alors les investisseurs à dépenser plus et à stimuler l'économie. Toute cette théorie est absurde, globalement, et l'expérimentation à laquelle s'est livré Ben Bernanke sera considérée, dans le futur, comme un échec retentissant. Mais c'est ainsi que se comporte la Fed depuis 2008.

La seconde approche, pour baisser les taux à moyen et long termes, consiste à recourir au *forward guidance*<sup>16</sup>. Le *forward guidance* fournit aux marchés des orientations concernant les taux courts. Les investisseurs savent déjà

16. Prévisions et anticipations de la Fed visant à orienter les acteurs économiques.

que les taux à court terme actuels et de demain sont à zéro. L'idée, c'est d'identifier à combien seront les taux à court terme l'an prochain, et peut-être l'année suivante. C'est ce que faisait la Fed lorsqu'elle a inventé des expressions telles que « *période prolongée* » (*extended period*) et « *patient* » pour décrire sa politique de taux d'intérêt.

De quelle manière ce *forward guidance* peut-il affecter les taux d'intérêt actuels ?

Lorsque les *primary dealers* fixent le cours d'un Bon du Trésor à 10 ans, ils ne raisonnent pas comme si c'était un taux d'intérêt à 10 ans de type « monobloc ». Ils l'envisagent comme la valeur actuelle d'une séquence de dix taux d'intérêt à échéance 1 an. En fait, ils agrègent les attentes relatives aux taux d'intérêt à 1 an, à 2 ans, à 3 ans (et ainsi de suite). Ainsi, lorsque la Fed fournit un nouveau *forward guidance* en déclarant que les taux courts vont non seulement demeurer à zéro à l'heure actuelle, demain, mais également sur 1 ou 2 ans, cela exerce un impact direct sur le taux actuel des Bons à 10 ans car les *primary dealers* modifient leur façon de le calculer. Théoriquement, le *forward guidance* exerce bien un impact sur les taux à moyen et long termes et les achats directs ont également, de toute évidence, un impact sur ces taux d'intérêt. La combinaison de ces deux éléments est destinée à faire baisser les taux ce qui, théoriquement, fait grimper le prix des actifs, comme je l'ai indiqué. Ce processus est manipulateur, alambiqué et s'essouffle, mais c'est ainsi qu'ils raisonnent. Voilà quels sont les vecteurs. On utilise le

*forward guidance* et les achats d'actifs à long terme afin de pousser les gens à dépenser plus.

La Fed promet que des orientations claires seront communiquées concernant la future trajectoire des taux à court terme, mais comment savoir si elle dit la vérité? Comment savoir si elle ne va pas changer d'avis? Quelle crédibilité peut-on accorder à son *forward guidance*? Le problème, c'est que la Fed pense qu'elle réduit l'incertitude relative à la future trajectoire des taux d'intérêt, mais elle ne fait que remplacer un type d'incertitude par un autre.

Le *forward guidance* n'est crédible que si vous y croyez vraiment. Mais puisque la Fed a déjà mené quinze politiques différentes depuis 2008, il est difficile de savoir à quoi se fier, désormais. Elle a fait baisser les taux jusqu'à zéro par paliers entre 2007 et 2008 et, ensuite, elle a procédé aux QE1, QE2, QE3 et à l'*Opération Twist*. Elle s'est fixé des objectifs chiffrés relatifs au chômage et à l'inflation en décembre 2012, puis les a abandonnés lorsqu'il s'est avéré qu'ils n'étaient pas opérants. Elle a évoqué un objectif de PIB nominal, et prolongé le *forward guidance* sur une période de 5 ans, en 2011, 2012, 2013, 2014 et 2015.

Cette expérimentation n'est pas disciplinée. La Fed improvise au fur et à mesure. Si elle a mené quinze politiques en 7 ans, c'est bien la preuve qu'elle improvise. Pourquoi les investisseurs devraient-ils croire ce qu'elle dit? Si le *forward guidance* et la politique de la Fed ont globalement échoué, c'est notamment parce que la Fed n'a plus aucune crédibilité.

## **Les taux d'intérêt : taux nominaux versus taux réels**

Les taux d'intérêt réels, sur les marchés de la dette américaine, représentent l'un des facteurs qui influencent le plus le cours de l'or. Mais, les taux d'intérêt dont vous entendez parler et qui sont évoqués dans la presse chaque jour ne sont pas des taux réels mais des taux nominaux. La différence entre taux nominal et taux réel, c'est l'inflation ou la déflation. Si le concept est simple, il est pourtant largement négligé ou bien mal compris. Un taux nominal, c'est simplement le taux de rémunération que vous obtenez sur un instrument lorsque vous l'achetez. Si vous achetez un nouveau Bon du Trésor à 10 ans assorti d'un coupon de 2%, alors le taux nominal est de 2%. Après l'émission de ce Bon, les taux nominaux changent en fonction des facteurs de marché et de l'émission de nouveaux Bons. Dans ce cas, le cours du T-Bond à 10 ans que vous avez acheté va changer. Si les taux d'intérêt augmentent, le cours de votre titre chute et si les taux d'intérêt baissent, son cours grimpe. Cette variation du cours se solde alors par une prime ou bien une décote lorsque vous vendez le Bon. La combinaison du coupon original, +/- l'effet de la majoration ou de la décote, produit un « rendement à maturité » également exprimé en termes nominaux. Que l'on se focalise sur un coupon ou sur un rendement à maturité, on est toujours face à des rendements nominaux.

Le taux d'intérêt réel, c'est simplement le taux nominal moins l'inflation. Donc, si le taux d'intérêt nominal est de



5% et que l'inflation est de 2%, alors le taux d'intérêt réel est de 3% ( $5 - 2 = 3$ ). Ce calcul est un peu moins intuitif lorsque la déflation se manifeste. La déflation peut être considérée comme une « inflation négative ». Lorsque l'on soustrait un nombre négatif, nous devons ajouter sa valeur absolue afin d'obtenir le résultat. Donc, si le taux d'intérêt nominal est de 5% et que la déflation est de 2%, alors le taux d'intérêt réel est de 7% ! ( $5 - (-2) = 7$ ). Cela devient encore moins intuitif lorsque les taux nominaux sont négatifs (comme c'est le cas en Suisse et dans la zone euro) et que la déflation se manifeste. En ce moment, le calcul est le suivant : nombre négatif moins nombre négatif. Par exemple, si les taux d'intérêt nominaux sont à - 1% et que la déflation est de 2%, alors le taux d'intérêt réel est de + 1% [ $-1 - (-2) = 1$ ]. Ce qui compte, en l'occurrence, ce n'est pas de donner un cours de maths, mais simplement d'illustrer la différence entre les taux nominaux et les taux réels, et de montrer que cette différence peut être contre-intuitive en présence de sommes négatives.

En quoi est-ce important, pour ceux qui investissent sur l'or ? Parce que les taux d'intérêt réels sont l'alternative à l'or. Si l'or n'offre pas de rendement (vrai) et que vous pouvez bénéficier d'un taux de rendement à faible risque ailleurs (parfois vrai), alors ce taux de rendement réel représente le *coût de renoncement à détenir de l'or*<sup>17</sup>. Il existe d'autres

17. Le coût de renoncement désigne la perte des biens auxquels on renonce lorsqu'on procède à un choix, autrement dit lorsqu'on affecte les ressources disponibles à un usage donné au détriment d'autres choix.

coûts liés au fait de détenir de l'or, tels que le stockage, l'expédition, l'assurance et les commissions, mais les taux d'intérêt réels ont tendance à prendre le pas sur les autres. Peut-être souhaitez-vous détenir de l'or à cause de vos prévisions alors même que les taux réels sont élevés, mais un taux réel élevé affecte sûrement les décisions de la plupart des investisseurs.

Par conséquent, la relation entre les taux d'intérêt et l'or est simple. Des taux réels élevés pénalisent le cours de l'or en dollar. Des taux réels faibles ou bien négatifs sont bénéfiques au cours de l'or en dollar. Où en sommes-nous à présent ? Curieusement, ceux qui investissent sur l'or sont dans le même camp que la Réserve fédérale. Tous deux souhaitent des taux réels négatifs (bien que ce soit pour des motifs différents). Le problème qui se pose, pour ces investisseurs et pour la Fed, c'est que les taux réels persistent à être élevés. La Fed et ceux qui investissent sur l'or veulent peut-être des taux réels négatifs, mais selon la chanson de Mick Jagger : *You can't always get what you want*<sup>18</sup>.

Pourquoi la Réserve fédérale souhaite-t-elle des taux réels négatifs ? Parce que cela incite fortement à emprunter de l'argent. Les taux réels négatifs valent mieux que les taux d'intérêt à zéro car vous pouvez rembourser *moins* que ce que vous avez emprunté, l'argent ne valant plus autant en raison de l'inflation. Dans un univers de taux d'intérêt négatifs, presque tous les projets ont du sens et les « esprits

18. Vous ne pouvez pas toujours avoir ce que vous voulez.

animaux » (selon la célèbre expression de Keynes) des entrepreneurs sont stimulés. Si vous empruntez de l'argent à 2,5% mais que l'inflation est à 3,5%, le taux réel est de - 1%. Vous remboursez la banque en dollars qui valent moins cher. C'est toute la puissance des taux réels négatifs.

Dans un univers de taux réels négatifs, vous obtenez un rendement *positif* sur l'or. Si vous empruntez de l'argent pour acheter de l'or et que le coût de cet argent est négatif, alors le rendement à zéro sur l'or est plus élevé qu'un taux d'intérêt négatif, par exemple:  $0 > - 1\%$ . Un taux réel négatif, tel que celui qui a dominé au cours des années 1970, est très positif pour l'or. C'est d'ailleurs à la fin des années 1970 que l'or est passé de 35 \$ l'once à 800 \$ l'once, en moins de 4 ans.

Comment la Fed fait-elle pour arriver à des taux réels négatifs? Elle exerce un certain contrôle sur les taux nominaux en s'appuyant sur les opérations d'*open-market* que j'ai évoquées. Mais la clé des taux réels négatifs, c'est l'inflation. La Fed a presque tout essayé afin de produire de l'inflation, notamment les baisses de taux, l'assouplissement quantitatif, les guerres des devises, le *forward guidance*, les objectifs de hausse de salaire, ainsi que d'autres mesures. Tout a échoué. C'est parce que l'inflation est fondamentalement fonction de la vitesse de circulation de l'argent, ou d'une rotation, et qu'il s'agit d'un phénomène comportemental d'ordre psychologique. La Fed n'a aucune chance de faire changer la psychologie déflationniste des épargnants et des investisseurs.

La Fed tente d'en arriver aux taux réels négatifs. Le problème, c'est que cela ne fonctionne pas.

## **Inflation et déflation**

Pour la plupart des investisseurs, il y a quelque chose d'intuitif à l'égard de l'inflation. Lorsque le niveau des cours s'envole, les attentes se modifient rapidement. L'idée de se protéger de l'inflation avec l'immobilier, de l'or et d'autres protections auto-alimente la hausse à mesure que les investisseurs empruntent pour financer ces couvertures, ce qui fait grimper les cours encore plus haut.

La déflation est bien moins intuitive. La déflation n'a plus été un grave problème économique depuis les années 1930 aux États-Unis. Les investisseurs et les épargnants n'y sont pas habitués, et pas toujours conscients de ses dangers.

Actuellement, la déflation est motivée par la démographie, la technologie, l'endettement et le désendettement. La valeur réelle de la dette grimpe en période de déflation, ce qui augmente les pertes sur emprunts. Ces pertes se retournent contre les banques. Comme le rôle principal de la Réserve fédérale est de renflouer les banques, la Fed fera tout ce qu'il faut pour stopper la déflation. La déflation pénalise également les recettes fiscales de l'État dans la mesure où les salariés n'obtiennent pas d'augmentations, ce qui signifie qu'il n'est pas possible de taxer des revenus supplémentaires.

(Un salarié peut, malgré tout, voir son mode de vie s'améliorer en période de déflation, même sans bénéficier d'une augmentation de salaire, dans la mesure où le coût de la vie baisse. Toutefois, l'État n'a pas encore trouvé le moyen d'imposer le coût de la vie.)

La déflation s'auto-alimente également. Si vous pensez que le prix de quelque chose va baisser, alors vous attendez avant de l'acheter. Cette attente réduit la demande à court terme et provoque de nouvelles baisses des prix. L'insuffisance de la demande globale peut alors aboutir à des licenciements, des faillites et à une dépression économique. La déflation *est* une grave menace pour les finances d'un pays, et c'est justement pour cela que les États sont prêts à tout pour l'éviter.

Ce qui se produit au sein de l'économie, actuellement, peut se décrire comme un jeu du tir à la corde entre déflation et inflation.

La déflation est la conséquence naturelle de l'excès d'endettement auquel se sont livrés les acquéreurs de maisons et les titulaires de cartes de crédit, entre 2002 et 2007. La pyramide de dettes ainsi provoquée s'est effondrée lors de la crise de 2008. En période de dépression, la déflation est prévisible: c'est ce que vivent les États-Unis depuis 2008. Cette déflation est amplifiée par le désendettement, la vente d'actifs et la diminution des bilans, entre autres.

L'inflation est favorisée par la politique des banques centrales, surtout par l'émission d'argent, et catalysée par des

changements affectant les attentes et aboutissant à l'accélération de la vitesse de circulation de l'argent.

En fait, les indices de prix affichent peu de changement, environ 1% par an. C'est parce que les forces inflationnistes et déflationnistes sont au coude-à-coude, dans une certaine mesure, et s'annulent les unes les autres.

La Réserve fédérale doit non seulement combattre la déflation mais également provoquer de l'inflation afin que les États-Unis ne fassent pas faillite. Leur dette publique dépasse les 18 000 Mds\$ au moment où je rédige ces lignes. Il n'est pas nécessaire que la dette puisse être totalement « remboursée », mais elle doit être soutenable. Pour qu'une dette soit soutenable, il faut que l'économie progresse plus vite, en termes nominaux, que la dette et les intérêts. La croissance réelle, c'est bien, mais elle n'est pas indispensable à ce que la dette soit soutenable. Ce qu'il faut, c'est de la croissance nominale, c'est-à-dire la croissance réelle plus l'inflation. Puisqu'il est si difficile d'obtenir de la croissance réelle, et puisque les États-Unis continuent de s'endetter toujours plus, année après année, la seule façon de s'en sortir, pour le pays, c'est d'avoir de l'inflation. Bien sûr, l'inflation est néfaste pour les épargnants et les retraités, car leurs revenus fixes et comptes bancaires perdent de la valeur. Mais l'inflation est fantastique pour les pays endettés comme les États-Unis car la dette perd également de la valeur ! L'inflation, c'est la clé vers une dette soutenable.

Le problème économique que pose la dette, c'est que les lois et contrats la régissant l'envisagent d'un point de vue

*nominal*. Si je vous emprunte un dollar, je vous dois un dollar. En réalité, le dollar peut valoir 1,50 \$ ou bien 50 cents, peut-être, en termes de pouvoir d'achat, selon que le contexte est à l'inflation ou à la déflation au moment du remboursement, mais je vous dois toujours un dollar.

Les États-Unis doivent au monde 18 000 Mds\$ et, afin de rembourser cela, le pays doit avoir une croissance nominale d'une certaine ampleur. La Fed préfère-t-elle la croissance réelle? Oui. Mais accepterait-elle une croissance nominale s'accompagnant d'une forte composante d'inflation à la place? Oui, si elle ne peut obtenir mieux. En l'absence d'une croissance réelle suffisante, soit l'inflation, soit le défaut immédiat, sont inévitables. Le cours de l'or en dollar augmente dans tous les cas car l'or est une véritable monnaie.

Entre 2013 et 2015, le déficit budgétaire américain a considérablement baissé, passant d'environ 1 400 Mds\$ à près de 500 Mds\$. C'est une énorme diminution et c'est une bonne chose, en l'état. Mais le problème, c'est que le ratio endettement/PIB a continué de *progresser* car *le déficit est toujours là* et que la croissance nominale n'a pas suffi à réduire le ratio. Les États-Unis sont toujours sur la même voie que la Grèce ou le Japon, bien que le rythme ait légèrement ralenti dernièrement.

Finalement, l'inflation va gagner au jeu du tir à la corde car le seuil de tolérance de la Fed vis-à-vis de la déflation est très bas et que les conséquences de cette dernière sont dévastatrices. La Fed doit obtenir de l'inflation et « *fera tout*

*ce qu'il faut* » (selon l'expression de Mario Draghi<sup>19</sup>) pour y parvenir. Cela prendra peut-être du temps et exigera d'imprimer encore plus d'argent, mais cela finira par se produire. Ce sera alors la voie vers les taux d'intérêt réels négatifs et une forte augmentation du cours de l'or en dollar.

## **Une assurance contre l'inflation et la déflation**

Il est important que ceux qui investissent sur l'or comprennent la différence entre les mesures en termes réels et en termes nominaux que nous utilisons afin de décrire la politique des taux d'intérêt de la Fed. Ces investisseurs ont été consternés, en 2014 et en 2015, car le cours de l'or en dollar a baissé, malgré les crises financières et géopolitiques en Grèce, en Ukraine, en Syrie, et le krach boursier en Chine. L'or est censé être une « valeur refuge » en période de tension. Alors pourquoi son cours n'a-t-il pas augmenté ?

Peut-être vaudrait-il mieux se demander pourquoi il n'a pas baissé davantage ? Le cours du pétrole en dollar a chuté d'environ 50%, de juin 2014 à janvier 2015, et pourtant le cours de l'or en dollar a à peine bougé au cours de la même période (malgré la volatilité). En fait, le cours de l'or a bien résisté, comparé à beaucoup d'autres principales matières premières.

19. « *Whatever it takes to preserve the euro* » a énoncé Mario Draghi dans un discours désormais célèbre, le 26 juillet 2012.



La déflation peut s'emballer et, si cela se produit, il ne serait pas surprenant que le cours de l'or en dollar chute un peu plus du point de vue nominal. Par exemple, partons du principe que l'or est à 1 200 \$ l'once au début de l'année, et que l'on enregistre une déflation de 5% la même année. Partez également du principe que le cours de l'or en dollar, en fin, d'année serait de 1 180 \$. Selon ce scénario, le *cours nominal de l'or a chuté de 1,7%* (de 1 200 \$ à 1 180 \$) mais le *cours réel de l'or a augmenté d'environ 3,3%*, car ce cours de fin d'année à 1 180 \$ vaut réellement 1 240 \$ en termes de pouvoir d'achat par rapport aux prix affichés en début d'année.

Si le cours de l'or en dollar chutait encore plus nettement, il est probable que d'autres cours et indices importants chuteraient également. Ce serait classique, dans un contexte d'effondrement ou bien fortement déflationniste. Tout le reste chute encore plus dans un univers extrêmement déflationniste. Donc, si la valeur nominale de l'or baisse, mais que tout le reste chute encore plus, l'or préservera tout de même sa valeur réelle.

L'or est peut-être volatil lorsqu'il est mesuré en dollars nominaux, mais cela a plus à voir avec la valeur du dollar qu'avec la valeur de l'or. Historiquement, l'or a tiré son épingle du jeu en périodes d'inflation *et* de déflation car il représente une réelle réserve de valeur.

La plupart de ceux qui investissent sur l'or n'ont pas trop de mal à comprendre pourquoi l'or se comporte bien dans un

contexte inflationniste. Mais pourquoi l'or se comporte-t-il bien, également, dans un contexte déflationniste? Pour la bonne raison, comme abordé plus haut, que les banques centrales telles que la Fed ne peuvent tolérer la déflation. Elles font tout leur possible pour créer de l'inflation. Or, quand tout le reste a échoué, elles peuvent toujours utiliser l'or afin de créer de l'inflation sortie de nulle part, en fixant un cours de l'or en dollar bien plus élevé. Ensuite, tous les autres cours s'ajustent rapidement par rapport à ce nouveau cours élevé. Car ce cours en dollar plus élevé signifie réellement que la valeur du dollar a baissé par rapport à une certaine quantité (poids) d'or. Il faut davantage de dollars pour avoir la même quantité d'or. La baisse de la valeur du dollar constitue la définition de l'inflation. L'État peut donc toujours fixer un cours de l'or en dollar afin d'obtenir l'inflation qu'il n'arrive pas à obtenir par d'autres moyens.

C'est exactement ce que les États-Unis ont fait en 1933 et ce que le Royaume-Uni a fait en 1931, lorsqu'ils ont abandonné l'étalon-or. En 1933, le gouvernement américain a fait augmenter le cours de l'or de 20,67 \$ à 35 \$ l'once. Ce n'est pas le marché qui a fait grimper le cours de l'or. Le marché était déflationniste à cette époque. C'est l'État qui a augmenté le cours de l'or afin de provoquer de l'inflation. Ce n'est pas parce que l'État souhaitait que le cours de l'or augmente qu'il a fait cela, c'est parce qu'il souhaitait que *tout le reste* augmente. Il voulait augmenter le cours du coton, du pétrole, de l'acier, du blé ainsi que d'autres matières

premières. En faisant baisser le dollar par rapport à l'or, il a provoqué de l'inflation afin de mettre un terme à la déflation.

En période d'extrême déflation, à notre époque, l'État pourrait faire augmenter le cours de l'or, unilatéralement, de 3 000 ou 4 000 \$ l'once, voire plus, non pas pour récompenser ceux qui ont investi sur l'or (bien que ce serait le cas), mais pour provoquer une hyperinflation généralisée en une seule action. Dans un univers où le cours de l'or est à 4 000 \$, le pétrole passe soudain à 400 \$ le baril, l'argent à 500 \$ l'once et l'essence à la pompe à 7 \$ le gallon<sup>20</sup>. Des augmentations de prix de cette ampleur modifieraient les attentes inflationnistes et briseraient les reins de la déflation.

Lorsqu'une monnaie est dévaluée par rapport à l'or, cela fonctionne, car l'or ne peut se défendre. Si les États-Unis tentent de dévaluer le dollar par rapport à l'euro, la zone euro peut se défendre en dévaluant l'euro à son tour. Mais, si les États-Unis dévaluent le dollar par rapport à l'or (en augmentant le cours de l'or en dollar), la partie est terminée. On ne peut pas créer de façon « surnaturelle » une quantité d'or supplémentaire afin de faire baisser son cours à nouveau. L'or ne peut lutter au sein d'une guerre des devises.

Donc, il existe deux voies menant à une hausse des cours de l'or : l'inflation et la déflation. Il est difficile de savoir laquelle prendra le pas car les dynamiques en présence sont fortes dans ces deux directions. Ce qui est bien, avec l'or,

20. Approximativement 1,85 \$ / litre.

c'est qu'il préserve la richesse dans ces deux situations. En période d'inflation, le cours de l'or augmente comme nous l'avons constaté au cours des années 1970. En période de déflation, le cours de l'or augmente également, pas de lui-même, mais sous le dictat de l'État, comme nous l'avons constaté dans les années 1930.

L'or a sa place dans le portefeuille de tous les investisseurs car il fait partie de ces rares classes d'actifs qui se comportent bien tant en période d'inflation que de déflation.



## L'OR EST IMMuable

### Le cours de l'or

Dire que le cours de l'or « augmente » ou « baisse », c'est se tromper de cadre de référence. Il faut songer à l'or en tant qu'unité de mesure constante, ce que les économistes et mathématiciens nomment un *numéraire* ou un *dispositif de comptage*. Selon cette acception, ce sont les devises qui fluctuent, et non l'or. Si le cours de l'or en dollar passe de 1 200 \$ l'once à 1 300 \$ l'once, la plupart des gens se disent que l'or a « augmenté ». Moi, j'estime que l'or n'a pas augmenté mais que c'est le dollar qui a baissé. Auparavant, une once d'or me coûtait 1 200 \$ et, à présent, elle me coûte 1 300 \$. Si je n'en ai plus autant pour mon argent, alors le dollar a perdu en pouvoir d'achat, il a baissé.

Si vous pensez que le dollar va se renforcer, il n'est peut-être pas nécessaire d'avoir beaucoup d'or. Si vous pensez que le dollar va se déprécier – ce qui, à mon avis, va se produire au fil du temps – alors il vous faut assurément de l'or.

Inutile de corrélérer l'or à quoi que ce soit. Considérez simplement que l'or est une monnaie. Le cours de l'or se situe

exactement à l'opposé du cours du dollar. Si vous considérez que l'or est un anti-dollar vous êtes sur la bonne voie. Un dollar fort induit un cours de l'or en dollar faible; un dollar faible induit un cours de l'or en dollar élevé. Si le dollar vous inquiète – et vous auriez de bonnes raisons – alors il est raisonnable de détenir de l'or.

Je vis aux États-Unis, où je perçois et dépense des dollars. Si j'achète de l'or, j'utilise des dollars à cette fin. Si vous vivez au Japon, que vous percevez des yens et que votre retraite vous sera versée en yen, l'équation n'est pas la même. Il se peut que la performance de l'or soit meilleure en yen qu'en dollar si le yen est en baisse par rapport au dollar. Si l'or baisse de 10% par rapport au dollar, mais que le yen baisse de 20%, alors en réalité, le cours de l'or en yen est en hausse.

Pour observer l'or selon une perspective mondiale, il convient d'analyser non seulement ses cours en dollar mais également les cours croisés au sein de toutes les devises. C'est le problème qui s'est posé en Inde, il y a 2 ans. La roupie indienne s'est effondrée face au dollar et les ventes d'or ont ralenti dans le pays. Ce n'était pas dû au fait que les Indiens ne s'intéressaient plus à l'or. Mais, à cette période, si vous achetiez de l'or en roupie, au moment où le cours de l'or en dollar était en baisse, l'or était en hausse en roupie. Cela explique le ralentissement des achats d'or en Inde. Il s'agit d'un univers complexe, mais vous devez décider sur quelle devise vous baser et considérer l'or sur ce plan, pas uniquement sur celui du dollar. Cela dit, mon conseil aux investisseurs est le

suisant : lorsque vous détenez de l'or, vous devez raisonner, d'une part, selon la quantité d'or/poids (et non selon le cours de l'or en dollar) – et, d'autre part, à la manière donc il s'intègre à votre portefeuille. Ne faites pas une fixation sur le cours de l'or en dollar car le dollar peut chuter rapidement et, ensuite, le cours en dollar importera peu. Ce qui *comptera*, ce sera la quantité d'or physique que vous détiendrez.

Malgré tout, en pratique, vous pouvez observer chaque jour le cours de l'or en dollar. Il est assez volatil. Voilà notamment pourquoi je conseille d'allouer environ 10% de vos actifs liquides à l'or. Au sein de votre portefeuille, l'or représente un compartiment attractif, mais il faut toujours rester prudent et se diversifier.

## **Le marché de l'or-papier versus le marché de l'or physique**

Dans cette histoire d'or, il règne un autre mystère. Les investisseurs partent du principe que les cours de l'or sont motivés par la loi de l'offre et de la demande. Lorsque l'on observe le marché de l'or physique d'un point de vue mondial, il semblerait qu'il y ait une augmentation massive de la demande, et aucune augmentation spécifique de l'offre. Alors pourquoi le cours de l'or ne réagit-il pas à cet écart ?

Les investisseurs doivent comprendre qu'il existe un marché de l'or physique et un marché de l'or-papier. Le marché de



l'or-papier se compose d'une quantité de différents contrats : les contrats *futures* du Comex, les ETF, les *swaps* sur l'or, le *leasing*, les contrats *forwards*, et tout l'or non-alloué émis par les banques adhérant à la London Bullion Market Association (LBMA). Ces dérivés (les contrats *futures* et *forwards*, les ETF, les *swaps*, le *leasing* et l'or non alloué) constituent le marché de l'or-papier.

Le marché de l'or-papier peut peser aisément 100 fois le marché de l'or physique. Cela signifie que pour 100 personnes qui pensent détenir de l'or, 99 se trompent. Seule l'une d'entre elle récupérera de l'or physique lorsque la crise débutera.

Ce type d'effet de levier ne pose pas de problème tant que le marché fonctionne dans les deux sens. Ce système à effet de levier fonctionne assez bien tant que les mouvements des cours ne sont pas désordonnés, que les gens continuent de « rouler<sup>21</sup> » leurs contrats, et qu'ils n'exigent pas une livraison d'or physique. Le problème, c'est que toutes ces conditions peuvent disparaître du jour au lendemain. Les investisseurs peuvent décider d'exiger une livraison de leur or, les banques centrales du monde entier peuvent exiger également qu'on leur livre l'or qu'elles ont confié à la Banque d'Angleterre ou à la Réserve fédérale de New York. Nous avons constaté que le Venezuela avait rapatrié son or à Caracas, que l'Allemagne rapatriait le sien à Francfort,

21. *Roll-over*.

et qu'un acteur plus modeste, tel que l'Azerbaïdjan, avait rapatrié le sien à Bakou.

Le marché de l'or-papier est destiné à certains déposi-taires, à New York et à Londres, et à certaines banques intermédiaires membres de la LBMA. Si vous prenez de l'or physique et que vous le déplacez à Francfort, cela réduit la réserve flottante disponible pour les opérations de *leasing* effectuées à New York. Le marché du *leasing* de l'or n'est pas du tout développé à Francfort. Ce mouvement d'or de New York vers Francfort provoque une diminution de l'or disponible permettant de couvrir les positions *short* à New York. Soit cela augmente l'effet de levier systémique, soit cela exige que les *shorts* se couvrent ailleurs sur le marché de l'or physique.

En ce qui concerne le marché purement physique, il s'y déroule un certain nombre de transactions révélatrices actuellement. Si vous achetez de l'or physique, vous découvrirez que vous devez vous le procurer directement auprès des raffineries, ce qui signifie qu'il n'existe aucun vendeur sur le marché secondaire. Dans le contexte d'un marché sain et normal, si je suis acheteur et que quelqu'un d'autre est vendeur, un courtier nous identifie tous les deux, achète à l'un, livre l'or à l'autre, et prend une commission. À présent, la situation est la suivante : il y a des acheteurs sur le marché mais peu de vendeurs alors le courtier obtient de l'or directement auprès des raffineries. Dans les raffineries, les délais de livraison actuels sont de l'ordre de cinq à six semaines.

Cela vous donne une idée des tensions régnant sur l'approvisionnement d'or physique.

La Chine, la Russie, l'Iran ainsi que d'autres banques centrales, amassent de l'or physique aussi vite que possible. La Chine ne procède pas de façon transparente. En juillet 2015, elle a publié le montant de ses réserves d'or officielles pour la première fois depuis 2009, affichant 1 658 tonnes, contre 1 054 tonnes précédemment. Mais ces deux chiffres très bas sont trompeurs car la Chine détient d'énormes réserves d'or, peut-être 3 000 tonnes supplémentaires, voire plus, entreposées auprès de l'Administration d'État des Devises étrangères (AEDE). Cet or physique est sous bonne garde, celle de l'Armée populaire de libération. La Russie fait preuve de plus de transparence. La banque centrale russe réactualise ses réserves d'or tous les mois. La Russie détient environ 1 400 tonnes.

La Russie peut acheter de l'or provenant des mines de son territoire national. Elle n'est donc pas obligée de se tourner vers le marché. La Chine a tellement besoin d'or, et si rapidement, que même si le pays est le premier producteur d'or du monde, cela ne suffit pas. Alors elle achète de l'or supplémentaire sur le marché. Elle procède de façon furtive, en recourant à des opérations occultes et à des moyens militaires, afin d'éviter d'impacter les cours – ce qui se passerait si elle opérait de manière transparente.

Les achats d'or effectués à l'international par des pays tels que la Russie, la Chine, l'Iran, la Turquie et la Jordanie

(entre autres) s'accélérent. Cela prépare le terrain à un colossal *short squeeze*<sup>22</sup> sur l'or. Cependant, cela ne va peut-être pas se produire demain : on ne doit pas sous-estimer la capacité des banques centrales et des principales banques internationales à prolonger la partie plus longtemps que prévu. Si la demande en faveur de l'or physique persiste (ce que je pense), les détenteurs de positions courtes sur l'or-papier seront accablés, et la pyramide inversée que représentent tous ces contrats s'écroulera. En attendant, nous assistons sans aucun doute à une répression des cours via le marché de l'or-papier.

En 2013, j'ai rencontré l'un des dirigeants d'une des plus grandes raffineries du monde. Son usine tourne aux trois-huit, vingt-quatre heures sur vingt-quatre. Il vend tout l'or qu'il peut produire, soit environ 20 tonnes par semaine. 10 tonnes par semaine sont expédiées en Chine. Pour cette seule raffinerie, cela représente un total de 500 tonnes par an qui sont expédiées vers cette destination. Les Chinois en voudraient plus mais le raffineur ne leur vend pas davantage d'or car il doit fournir d'autres clients tels que Rolex, ainsi que de très anciens clients qui ont besoin d'or pour faire fonctionner leurs entreprises. Sa production est vendue 1 an à l'avance et, en réalité, il a du mal à se procurer de l'or.

La raffinerie se procure de l'or auprès de différentes sources. Il s'agit souvent d'anciennes barres de 400 onces qu'elle fait fondre et raffine afin de les faire passer d'une

22. Le *short squeeze* désigne des liquidations forcées des positions *short* (ventes à découvert).

pureté de 99,90% à 99,99%. Elle reconstitue des barres d'un kilogramme qu'elle livre ensuite à ses clients, principalement la Chine.

Certains entrepôts se sont fait dévaliser. Régulièrement, des centaines de tonnes d'or sortent des entrepôts de GLD. Quant à ceux du Comex, leurs stocks sont au plus bas.

En Suisse, j'ai également rencontré des gestionnaires de chambres fortes, chargés de la logistique, de la sécurité, du transport et du stockage de l'or. Ils m'ont dit qu'ils n'en finissaient pas d'augmenter leur capacité de stockage. Actuellement, ils négocient avec l'Armée suisse afin de racheter des galeries creusées dans de gigantesques montagnes suisses qui servaient auparavant de bases militaires. À l'intérieur se trouvent des tunnels et des chambres fortes utilisés autrefois par l'Armée suisse pour stocker des fournitures, des munitions et des armes. L'Armée suisse abandonne certains de ces sites et les propose aux opérateurs de chambres fortes pour le stockage de l'or. Ces sociétés de logistique et de sécurité supervisent le transport de l'or stocké dans des banques telles qu'UBS, Crédit Suisse et Deutsche Bank, vers des lieux de stockage privés tels que Brinks, Loomis, et d'autres opérateurs de chambres fortes.

Les livraisons d'or physique sont retardées car les coffres-forts et les raffineries ne parviennent pas à satisfaire la demande de nouvelles barres, aussi bien en termes de stockage que de raffinage. Si l'or physique est si difficile à trouver, alors pourquoi son cours a-t-il été sous pression au cours de

ces dernières années ? Réponse : les *shorts*<sup>23</sup> massifs sur les contrats *futures*, de même que les ventes d'or non alloué, colossales, maintiennent un plafond sur le cours de l'or. Le cours de l'or fait l'objet d'une lutte qui s'apparente à une partie de tir à la corde entre les transactions sur l'or physique et les transactions sur l'or-papier.

Ce contexte du tir à la corde peut être volatil. Deux puissantes équipes tirent la corde chacune de leur côté. D'un côté de la corde se trouvent les banques centrales, les *bullion banks*<sup>24</sup> ainsi que les *hedge funds* et, de l'autre, les grands acquéreurs et investisseurs particuliers. Tôt ou tard, l'une des équipes doit renoncer ou bien la corde se rompt. Toute perturbation imprévue affectant les livraisons d'or physique pourrait déclencher un mouvement d'achats massifs et une flambée des cours. Ce type de perturbations peut être déclenché par l'impossibilité d'honorer des livraisons d'or, un défaut sur l'un des marchés de l'or, ou bien le suicide d'un financier de premier plan. Tous ces éléments, entre autres, jouent un rôle.

## **La hausse du cours de l'or**

En 2014, lors d'un voyage en Australie, j'ai rencontré l'un des plus grands négociants d'or du pays. Il m'a confié qu'il

23. Positions vendeuses.

24. Grandes banques actives sur le marché de l'or de Londres.

réalisait son meilleur chiffre d'affaires mensuel lorsque le cours de l'or baissait brutalement. Quand les petits investisseurs constatent que le cours de l'or en dollar baisse, ils y voient une bonne affaire. Les clients font alors la queue pour acheter de l'or.

J'ai régulièrement recommandé aux investisseurs d'allouer à l'or environ 10% de leurs actifs disponibles. Le but est d'ouvrir une position et de la conserver longtemps afin de préserver votre argent en cas de chocs financiers, ou bien de crises, survenant brutalement. Ceux qui respectent cette stratégie ne se focalisent pas sur l'évolution quotidienne du cours: le cours est ce qu'il est. Le but n'est pas de réaliser des profits rapides en réalisant des allers-retours sur cette position. Le but est de préserver votre argent à long terme. Cela dit, évidemment, il vaut mieux acheter quand le cours est en repli, plutôt qu'acheter à des sommets. Identifier un point d'entrée relève simplement du bon sens.

De nombreux investisseurs ont été découragés par la baisse prolongée des cours de l'or qui s'est déroulée de 2011 à 2015. Pourtant, cette baisse récente du cours a offert une opportunité d'achat à ceux qui n'avaient pas encore totalement alloué ces 10% à l'or.

Cette baisse, partie d'un plus-haut enregistré en 2011, s'explique simplement. Début 2012, le dollar s'est apprécié continuellement à cause d'un sentiment de resserrement monétaire opéré par la Fed, qui est ensuite devenu effectif: du début du « *Taper talk*<sup>25</sup> » (en mai 2013) au « *Taper*<sup>26</sup> »

(effectif, en décembre 2013, lorsque la Fed a stoppé la planche à billets) et ensuite à l'évocation régulière d'un relèvement des taux en 2015.

Au cours de cette période, l'euro s'est effondré de 1,40 \$ à 1,05 \$. Quant au yen, il s'est également effondré d'environ 90 à 125 yens pour un dollar. Plus de cinquante banques centrales, partout dans le monde, ont abaissé leurs taux d'intérêt en 2015 afin de déprécier leurs devises par rapport au dollar. Les prix de toutes les matières premières, que ce soit le pétrole, le sucre ou le café, se sont effondrés de fin 2014 à fin 2015. Les forces déflationnistes et désinflationnistes ont pris le pas.

Donc, on pouvait s'attendre à ce que le cours de l'or en dollar baisse puisque le dollar était fort. La question que les investisseurs doivent se poser, dans ces moments, c'est de savoir si cela peut durer. S'agit-il des nouvelles bases du système? Absolument pas. Et ce, pour la raison suivante: les États-Unis ont laissé le dollar s'apprécier et permis aux autres devises de se déprécier car celles-ci avaient désespérément besoin d'aide. L'économie japonaise voulait à tout prix de l'inflation. L'économie européenne avait subi sa seconde récession dans le contexte de la crise mondiale débutée en 2007. Les États-Unis ont laissé le dollar s'apprécier tout en permettant au yen et à l'euro de se déprécier, leur offrant

25. Évocation de la fin progressive de l'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine.

26. Réduction effective des rachats de dettes par la Réserve fédérale américaine.



ainsi la bouée de sauvetage d'un assouplissement sous forme de dévaluation monétaire.

La Fed a commis une erreur : l'économie américaine n'était pas assez solide elle-même afin de supporter le coût d'un dollar fort. La Fed a mis fin à l'assouplissement quantitatif dans un contexte de faiblesse économique et, avec le décalage habituel, la désinflation a commencé à apparaître dans les données fin 2014. Lorsque vous vous inquiétez de la déflation, mais que vous avez déjà abaissé les taux d'intérêt à zéro, imprimé des milliers de milliards de dollars et fait tout votre possible, il ne vous reste qu'un seul moyen pour insuffler de l'inflation à l'économie (ce que souhaite la Fed) : dévaluer votre monnaie. Considérant l'impasse dans laquelle la Fed s'est placée, je pense qu'elle devra faire marche arrière et assouplir à nouveau, soit en procédant à un assouplissement quantitatif supplémentaire, soit en dévaluant la monnaie. Ces deux voies sont haussières pour le cours de l'or en dollar.

## **La manipulation**

On ne peut jamais prévoir où et quand, mais lorsque le cours de l'or baisse brutalement, vous pouvez être sûr que le marché de l'or est manipulé. Des éléments statistiques, anecdotiques et juridiques, le prouvent. Cela n'a rien de nouveau. Vous pouvez remonter au *London Gold Pool* des années 1960 et aux

années 1970, période à laquelle l'or a été bradé. Il existe des preuves supplémentaires, plus récentes, notamment la vente de 400 tonnes d'or du Fonds monétaire international en 2010, signe d'une tentative de répression des cours. Des preuves de manipulation sont mises en évidence dans certains travaux universitaires que j'ai lus. Il y a manipulation.

Si votre objectif, en tant que banque centrale, est d'empêcher le cours de l'or d'évoluer de façon désordonnée, il vous suffit de manipuler le marché lorsque le dollar augmente. S'il baisse pour des raisons plus fondamentales, telles que la déflation, et qu'en tant que banque centrale vous souhaitez que le cours de l'or soit faible, alors vous êtes satisfaite et il n'est pas nécessaire de manipuler quoi que ce soit. La manipulation survient dès que le cours de l'or est élevé et qu'il donne l'impression qu'il va s'envoler. C'est ce que nous avons vécu en août 2011, lorsqu'il s'est rapidement approché des 2000 \$. Il s'agissait d'une barrière psychologique considérable, et l'or aurait pu augmenter bien plus à partir de là. Par conséquent, les banques centrales ont dû produire d'extraordinaires efforts afin de faire baisser le cours.

Observons ces techniques de manipulations spécifiques.

## **L'or physique bradé**

La technique la plus simple, pour réprimer le cours de l'or en dollar, également la plus évidente, consiste tout simplement

à brader l'or physique. Si vous êtes une banque centrale, vous vendez de l'or. Cela s'est pratiqué pendant des dizaines d'années, notamment avec le *London Gold Pool*, dans les années 1960, période au cours de laquelle les membres du système de Bretton Woods, dont l'Allemagne de l'ouest, les États-Unis et le Royaume-Uni, ont bradé de l'or à tour de rôle sur le marché de Londres afin d'en réprimer le cours.

Des efforts se sont poursuivis au cours des années 1970, lorsque Nixon a abandonné l'étalon-or. L'or avait débuté la décennie à 35 \$ l'once. Après que Nixon eut fermé le guichet de l'or, le cours est passé à environ 42 \$ l'once. En janvier 1980, il avait atteint les 800 \$ l'once. Tout au long de cette évolution de 42 à 800 \$ l'once, les États-Unis ont tenté désespérément et secrètement de contenir le cours de l'or en vendant de l'or. Tout est décrit en détail dans les chapitres 9 et 11 de mon livre, *The Death of Money*.

Les États-Unis ont vendu environ 1 000 tonnes et fait pression sur le FMI pour que ce dernier en vende 700 tonnes. À eux deux, les États-Unis et le FMI ont donc bradé 1 700 tonnes d'or physique, soit environ 5% des réserves officielles totales du monde. Ces efforts ont été vains. En janvier 1980, le cours de l'or en dollar avait flambé à 800 \$ l'once, en dépit de tout cet or physique bradé sur le marché. En fin de compte, les États-Unis ont tout simplement jeté l'éponge et laissé le cours de l'or suivre sa tendance.

J'ai déniché des correspondances privées et confidentielles (mais qui ne le sont plus) datant du milieu des années 1970,

échangées entre Arthur Burns, président de la Réserve fédérale à l'époque, Gerald Ford, Président des États-Unis, et le Chancelier allemand: elles décrivent toutes ces manipulations exercées sur l'or physique.

La manipulation a encore eu lieu jusqu'aux années 1990, et notamment jusqu'à cet infâme « *Brown's Bottom*<sup>27</sup> » lorsque Gordon Brown, alors Chancelier de l'échiquier du Royaume-Uni, a bradé les deux tiers des réserves d'or de l'Angleterre sur le marché en 1999, à un cours proche des plus-bas jamais enregistrés sur 35 ans.

La Suisse a également été l'un des principaux vendeurs d'or au début des années 2000. Donc, pendant longtemps, les principales puissances financières ont manipulé les cours de l'or en bradant de l'or physique. Le problème, c'est qu'au bout du compte, vous commencez à manquer d'or. L'Angleterre n'en avait quasiment plus. La Suisse en avait en bonne quantité mais nettement moins qu'autrefois. Les États-Unis ont décidé qu'ils ne voulaient plus vendre d'or, mais ne voyaient pas d'inconvénients à ce que les autres le fassent. Finalement, ce *dumping* de l'or physique a cessé car on s'est rendu compte que cela ne fonctionnait pas. Il y avait toujours des acheteurs, et les manipulateurs commençaient à manquer d'or. Alors ils ont dû recourir au subterfuge de l'or-papier. Regardons comment cela fonctionne.

27. Bottom signifie « plus-bas ».

## La manipulation du papier

Les *futures* du Comex sont le meilleur moyen de manipuler l'or-papier. Manipuler les marchés à terme est un jeu d'enfant. Il suffit d'attendre un peu avant la clôture et d'émettre un énorme ordre de vente. En procédant ainsi, vous effrayez les acheteurs de sorte qu'ils baissent leur prix; il y a un mouvement de repli. Ensuite, on fait savoir, partout dans le monde, que ce cours plus bas est « le cours » de l'or, ce qui décourage les investisseurs et affecte l'opinion. Cela peut également effrayer les *hedge funds* au point qu'ils bradent davantage d'or à mesure que les « *stop loss*<sup>28</sup> » se déclenchent sur leurs positions.

Un courant baissier auto-entretenu s'établit lorsque les ventes entraînent d'autres ventes et que les cours chutent en flèche sans raison particulière, si ce n'est que quelqu'un l'a voulu ainsi. En fin de compte, un plus-bas s'établit et les acheteurs entrent en jeu; mais entretemps, le mal a été fait.

Les *futures* ont un énorme effet de levier qui peut facilement s'élever à 20 pour 1. Avec un compte de 10 M\$ en *cash*, je peux donc vendre 200 M\$ d'or-papier. Si nous connaissons les courtiers et compensateurs qui œuvrent sur le marché, nous ne savons pas qui sont les véritables acteurs: ceux qui achètent ou vendent par l'intermédiaire des courtiers. Nous ignorons qui est le client final. Seuls les courtiers

28. Ordres placés sur le marché afin de sécuriser une position.

le savent. À cet anonymat, via les courtiers, se mêle donc un effet de levier considérable.

La manipulation de l'or-papier peut également s'opérer via des ETF (*exchange-traded funds*). Il existe plusieurs fonds de ce type, notamment le GLD<sup>29</sup>. Les manipulations de marché via le GLD sont plus compliquées. En fait, l'ETF GLD émet des titres négociables en Bourse. Ces titres sont gérés et stockés par un fonds (*trust*) qui reçoit votre argent et achète de l'or qu'il place dans une chambre forte. Si vous n'appréciez pas l'or ou bien l'évolution de son cours, vous n'avez plus qu'à vendre vos titres.

29. SPDR Gold Trust est un fonds négocié en Bourse, qui représente une propriété indivise (de l'or) dans les actifs de la fiducie. Les seuls actifs du fonds sont sous forme d'or alloué et, parfois, de trésorerie. GLD a été conçu pour permettre aux investisseurs d'investir dans le marché de l'or, sans la nécessité de prendre livraison d'or physique, d'acheter ou de vendre de l'or à terme à travers la négociation d'un titre sur un marché, principalement le Comex du NYSE. L'objectif du fonds est d'éliminer les obstacles pour les investisseurs: les frais liés à la garde de l'or, les frais de transaction, les frais de réception et d'expédition de l'or, autant de barrières pour de nombreux petits investisseurs. L'or qui tient lieu de garantie pour les GLD se trouve en dépôt sous forme de barres d'or de bonne livraison, et gardées à Londres par la Banque HSBC. SPDR Gold détient près de 1250 tonnes d'or, ce qui en fait le plus important fonds d'or ETF du monde, et c'est aussi la plus grande réserve d'or privée au monde. La valeur de l'or entreposé est de 65 Mds\$. **L'or se trouve en garantie, mais non disponible.** Même si GLD rattache ses titres à de l'or, les investisseurs ordinaires ne peuvent pas aller à Londres retirer leurs lingots. Seuls « les participants autorisés » sont autorisés à retirer l'or. Les seuls participants autorisés sont quelques courtiers et des investisseurs, publics ou privés, qui ont conclu des accords avec le SPDR et ses promoteurs (il s'agit notamment des plus grands noms de Wall Street: Citi, Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan Chase et Merrill Lynch, Bank of America). Les actionnaires ordinaires n'ont aucun droit de rachat sur l'or, et de plus parmi les clauses de SPDR, l'or n'est pas tenu d'être assuré par le *trust*, qui également n'est pas responsable de la perte, des dommages, de vol, ni des fraudes sur l'or détenu. Donc, un investisseur peut légitimement se poser des questions sur l'investissement à long terme avec de l'or ETF. HSBC, la banque dépositaire, est très discrète sur les dépôts d'or à Londres. Le lieu est tenu secret. Et l'or ne se trouve pas dans une seule chambre forte. Il n'y a pas eu d'audit externe par des tiers indépendants, seule une société agréée fournit ponctuellement un certificat. Source: *Les Échos*.

Il est tout à fait possible que l'or physique se comporte d'une certaine façon et les titres de l'ETF d'une autre, ce qui crée un différentiel de cours entre les deux actifs. Ces derniers devraient être étroitement alignés mais les différentiels de cours, ou arbitrages, se produisent effectivement de temps à autre.

Voici comment : si je suis l'une des grandes banques agréées par GLD, je recherche l'arbitrage. Je vois que le cours de l'or physique se négocie plus cher que celui des titres GLD (le titre équivaut à une certaine quantité d'or). Je vends donc à découvert de l'or physique et, simultanément, j'achète des titres GLD à un acteur du marché qui s'en débarrasse, refroidi par les cours. À présent, j'apporte mes titres chez le *trustee* (le fonds GLD) et je les vends pour avoir de l'or physique en contrepartie. Je livre ensuite l'or physique afin de couvrir ma position *short* sur l'or physique, et je conserve la différence. Il s'agit d'une sorte d'arbitrage dénué de risque (ou presque).

Cette activité a pour conséquence, entre autres, de prélever de l'or dans l'entrepôt de l'ETF, ce qui réduit la réserve d'or flottante. Celle-ci correspond à la quantité d'or disponible permettant de faire face à l'offre et à la demande d'or-papier. Si l'or est stocké dans une *bullion bank* ou dans un entrepôt de GLD ou du Comex, il fait partie de la réserve flottante et est susceptible d'être adossé aux transactions-papier. Une fois que l'or est expédié en Chine, pour être stocké dans une chambre forte de Shanghai ou dans l'une

de Loomis, en Suisse, il ne fait plus partie de cette réserve flottante. Il fait partie des réserves totales, mais il n'est plus disponible en vue d'être négocié ou de réaliser d'autres transactions telles que le *leasing* ou les ventes à terme.

Il est important de noter que l'or de Fort Knox, de la Réserve fédérale de New York ou du Comex, peut être loué ou emprunté, mais qu'il ne se vend pas purement et simplement. Les Chinois achètent de l'or qui ne verra plus le jour avant une éternité car il est placé en « *deep storage*<sup>30</sup> ». Une fois arrivé en Chine, il n'en ressortira plus jamais. Les Chinois ne se livrent ni au *day trading*, ni à des opérations d'achat/vente à la petite semaine. Ils achètent d'énormes quantités d'or, les stockent et n'y touchent plus.

La prise en compte de tous ces flux révèle que de plus en plus de transactions portant sur l'or-papier sont adossées à de moins en moins d'or physique. La pyramide inverse du marché de l'or-papier s'appuie sur une modeste base d'or physique, laquelle n'en finit pas de se réduire à mesure que les Russes et les Chinois amassent de l'or.

## **Les manipulations opérées par les *hedge funds***

Beaucoup de *hedge funds* importants sont désormais de grands acteurs sur le marché de l'or. Historiquement,

30. « Enfoui », en quelque sorte.



ce n'était pas le cas. La propriété de l'or était distribuée selon une courbe « barbell », en quelque sorte. À une extrémité vous aviez le petit porteur qui trouvait toujours rassurant de posséder quelques pièces d'or ou lingots. À l'autre extrémité se trouvaient les plus grands détenteurs : les fonds souverains et les banques centrales. Entre les deux, il n'y avait pas beaucoup de monde. Aujourd'hui, c'est moins le cas. Les *hedge funds* commencent à remplir ce segment intermédiaire, entre particuliers et fonds souverains.

Pour les *hedge funds*, l'or peut représenter un marché intéressant où déployer leur style de *trading*, mais l'or en lui-même n'a rien de spécial. Il s'agit simplement d'une matière première négociable parmi tant d'autres. Pour eux, cette matière première pourrait tout aussi bien être du café, du soja, des Bons du Trésor ou autre chose.

Les *hedge funds* utilisent ce que l'on appelle des *stop loss*. Lorsqu'ils ouvrent une position, ils fixent sur le marché le montant maximum qu'ils sont prêts à perdre avant de sortir du *trade*. Une fois que cette limite est atteinte, les positions sont vendues automatiquement, indifféremment de leur opinion à long terme concernant le métal. Peut-être n'ont-ils même pas une vision à long terme, mais simplement une perspective de *trade* à court terme.

Si un *hedge fund* spécifique veut manipuler le marché de l'or à la baisse, il lui suffit d'émettre un ordre de vente important, de pousser l'or à la baisse jusqu'à un certain montant et, une fois que ce montant est atteint, les *stop*

*loss* des *hedge funds* qui sont *longs*<sup>31</sup> sur l'or se déclenchent. Une fois qu'un *hedge funds* a touché un *stop loss*, ses positions sont automatiquement vendues, ce qui fait baisser le cours d'autant plus. Le *hedge fund* suivant touche alors aussi son *stop loss* et vend, lui aussi, faisant à nouveau baisser le cours. Le processus s'accélère et, tout à coup, tout le monde vend.

Finalement, le cours parvient à rebondir car d'autres fonds vont commencer à acheter de l'or et, ensuite, les manipulateurs côté *short* recommencent tout depuis le début et font encore et toujours baisser le cours. Tant que l'État ne fait pas appliquer les lois anti-manipulation, les détenteurs d'or doivent s'attendre à ce que ce petit jeu persiste jusqu'à ce qu'un événement fondamental fasse grimper le cours à un niveau qui restera durablement plus élevé.

## **Le *leasing* de contrats à terme**

On peut également manipuler le cours de l'or avec le *leasing* et les contrats *forwards* portant sur de l'or non alloué. Sur le marché de l'or, le terme « non alloué » est à la mode. Lorsque la plupart des grands acheteurs d'or veulent acheter de l'or physique, ils appellent JP Morgan, HSBC, Citibank ou l'un des grands négociants en or. Ils commandent de

31. Être *long* sur le marché : être acheteur ; être *short* : être vendeur.

l'or à hauteur de 5 M\$, par exemple, soit un peu moins de 5 000 onces au moment où je rédige ces lignes.

La banque répond qu'elle est d'accord, demande le transfert de la somme en contrepartie de l'or et émet un contrat écrit standard. Mais si vous lisez ce contrat, il y est stipulé que vous détenez de l'or sous forme « non allouée ». Cela signifie que vous n'êtes pas propriétaire de barres identifiées. On n'enregistre aucun lot de barres d'or à votre nom, ni aucun numéro de série correspondant à des barres d'or spécifiques. En pratique, cela permet à la banque de vendre dix fois le même or à dix acheteurs distincts.

Ce n'est pas très différent du système de « réserves fractionnaires ». Les banques ont toujours moins de liquidités sous la main que de dépôts. Chaque déposant pense pouvoir entrer dans la banque et récupérer toutes les espèces qu'il veut, mais les banquiers savent parfaitement qu'ils ne possèdent pas autant de liquidités. Les banques prêtent de l'argent ou achètent des titres. Ce sont des institutions très endettées. Si tout le monde venait réclamer son argent en même temps, la banque ne parviendrait pas à le restituer. C'est pourquoi le prêteur en dernier ressort, la Réserve fédérale<sup>32</sup>, peut imprimer de l'argent en cas de besoin. Sur le marché de l'or, c'est pareil, sauf qu'il n'y a pas de prêteur d'or en dernier ressort.

Les banques vendent plus d'or qu'elles n'en possèdent. Si tous les détenteurs d'or non alloué se manifestaient

32. Une des fonctions des banques centrales est d'être « prêteur en dernier ressort ».

simultanément et demandaient à récupérer leur or, il n'y en aurait pas assez pour tout le monde. Mais la plupart des gens ne veulent pas d'or physique. Cela implique des risques, des coûts de stockage, de transport et d'assurance. Ils sont heureux de le laisser à la banque. Ce qu'ils ne savent pas, c'est que la banque n'en a pas non plus.

Une banque centrale peut louer de l'or à l'une des banques membres de la LBMA (London Bullion Market Association), notamment à de grands acteurs tels que Goldman Sachs, Citibank, JP Morgan et HSBC. Cette activité de *leasing* de l'or est souvent menée via un intermédiaire qui ne rend de compte à personne: la Banque des règlements internationaux (BRI). Historiquement, la BRI a été utilisée comme principal vecteur de manipulation du marché de l'or, ainsi que pour gérer des ventes d'or entre banques centrales et banques commerciales.

La BRI peut prendre l'or qu'elle a déjà loué à la Réserve fédérale et le sous-louer à des banques commerciales membres de la LBMA. Les banques commerciales ont alors droit à une certaine quantité d'or physique; elles vendent alors dix fois cette quantité sur le marché, en tant qu'or non alloué. Vous voyez quel effet de levier est à l'œuvre! Elles peuvent vendre autant d'or qu'elles le souhaitent et n'ont *pas besoin* de détenir d'or physique, simplement un certificat en papier via ce contrat de *leasing*.

Ce ne sont pas des supputations. Vous pouvez consulter le rapport annuel de la BRI et lire les notes de bas de page

où sont divulgués les contrats de *leasing* existant entre banques centrales et banques commerciales. Les banques ne sont pas nommément désignées mais l'activité elle-même est clairement indiquée. Nous savons de quelles banques commerciales il s'agit car elles sont forcément membres de la LBMA, et nous savons quelles banques centrales sont les « bailleurs » ; cela laisse peu de place à la spéculation.

La BRI, située à Bâle, en Suisse, a une histoire très intéressante et quelque peu troublée. Elle a été fondée en 1930 à la suite d'efforts déployés par la Banque d'Angleterre tout au long des années 1920. On pourrait la considérer comme une cabane dans un arbre, située en Suisse, où des enfants joueraient sans aucune supervision – sauf qu'au lieu d'enfants, ce sont des gouverneurs de banques centrales qui agissent en l'absence de tout contrôle et de toute surveillance.

Une fois par mois, les principales banques centrales du monde se réunissent à Bâle, en Suisse. Elles sont organisées par niveaux : un grand groupe comptant cinquante membres et un cercle restreint de sept à dix membres, environ, soit un nombre de banques centrales relativement réduit.

Le grand groupe participe à certaines réunions mais le cercle restreint des dix membres agit de son côté, à huis clos, et fait ses propres affaires. Il s'agit-là de l'institution la moins transparente au monde. Même des agences du renseignement telles que la CIA sont victimes de fuites, de temps à autre, mais à la BRI, on n'en a jamais entendu parler. Elle ne livre pas grand-chose sur son site Internet. Elle effectue énormément

de recherches techniques auxquelles vous pouvez accéder, certains rapports financiers ont été contrôlés, mais elle ne révèle rien de ses délibérations. Il n'existe aucun compte-rendu de ce qu'il se passe à huis clos, ni de conférence de presse consécutive aux réunions des banques centrales. C'est le contexte idéal pour que les banques centrales manipulent les marchés financiers internationaux, notamment l'or, en toute opacité.

## **La combinaison des manipulations**

Il est possible de combiner les manipulations. Commençons par une banque affiliée à la LBMA. Cette banque constate qu'il y a une demande d'or en Chine. Il y a de l'or dans l'entrepôt du GLD à Londres. Voici ce qu'elle peut faire. D'abord, elle va sur le marché des *futures* et fait baisser le cours de l'or. Cela effraye un peu le petit porteur qui commence à se débarrasser de ses titres GLD, ce qui continue de peser sur le cours du titre. Pendant ce temps, les investisseurs professionnels identifient un point d'entrée favorable. Le petit porteur brade ses titres GLD tandis que ces grands acteurs achètent de l'or physique. Cela crée un différentiel de cours entre l'or physique et le GLD.

La banque affiliée à la LBMA vend à découvert de l'or physique à la Chine. Ensuite, elle rachète les actions du petit porteur qui s'est fait une frayeur. La banque échange ces titres contre de l'or physique qu'elle livre à la Chine et

empoche la différence. Donc, la banque peut créer son propre stock d'or, faire son propre arbitrage et, ensuite, empocher la différence. Ce type de manipulations par arbitrage a eu lieu en 2013, période à laquelle l'entrepôt de GLD s'est vidé de 500 tonnes d'or au moment où le cours de l'or a chuté pour la première fois en 12 ans. Au fil de ces manipulations, la réserve flottante s'est réduite et une quantité d'or supplémentaire s'est retrouvée en Chine.

## Qui se cache derrière cette manipulation ?

Nous avons observé comment fonctionne la manipulation, comment elle s'est accomplie sur le marché de l'or physique et comment elle s'accomplit actuellement, essentiellement via le Comex, les ETF, les *hedge funds* ainsi que les contrats de *leasing* et d'or non alloué.

Les questions qui se posent ensuite sont les suivantes : « Pourquoi ? » et « Qui se cache derrière cette manipulation ? » Les banques affiliées à la LBMA sont impliquées dans les opérations d'arbitrage et tirent des profits de ces transactions. Quant aux *hedge funds*, ils tirent leurs profits du *momentum*. Mais des intérêts politiques de plus grande envergure sont-ils impliqués ? Dans le monde, deux acteurs sont extrêmement motivés, s'agissant de contenir les cours de l'or, du moins à court terme : il s'agit des États-Unis et de la Chine.

Beaucoup d'observateurs font preuve de naïveté et se trompent, à mon avis, en ce qui concerne l'intérêt de la Fed, en l'espèce. Ces observateurs partent du principe que la Fed veut faire baisser le cours de l'or afin de donner l'impression que le dollar est fort. En réalité, la Fed veut affaiblir le dollar car elle veut à tout prix obtenir de l'inflation. Elle ne veut pas que le dollar disparaisse ou bien s'effondre; elle veut qu'il soit plus bas afin que les importations coûtent plus cher aux États-Unis. Cela aiderait la Fed à satisfaire son objectif d'inflation. Les États-Unis sont un importateur net<sup>33</sup>. Un dollar plus bas signifie que les prix des biens importés augmentent et, alors, l'inflation s'insinue dans la chaîne d'approvisionnement des États-Unis.

Un dollar plus bas signifie normalement que le cours de l'or est plus élevé en dollar. Malgré tout, deux contraintes s'exercent sur cette hypothèse dollar bas/cours de l'or renforcé. La première est la suivante: ce n'est pas parce que la Fed veut que le dollar baisse qu'il va baisser. Il existe des forces contraires, en présence, notamment des tendances naturellement déflationnistes issues de la démographie, des technologies, de la dette et du désendettement. Le fait que d'autres pays veuillent également déprécier leur monnaie, afin de venir en aide à leur propre économie, constitue une autre force contraire. C'est la raison principale des guerres des devises. Comme deux monnaies ne peuvent se dévaluer

33. Les États-Unis importent plus qu'ils n'exportent.



l'une par rapport à l'autre simultanément, la nécessité de déprécier le yen ou l'euro, afin d'aider le Japon ou l'Europe, implique forcément que le dollar se renforce (ou que l'or baisse), même si c'est à l'opposé de ce que souhaite la Fed. Toutefois, il est important de conserver à l'esprit qu'à long terme la Fed n'a rien contre une politique du dollar faible/cours de l'or élevé.

Cette politique à long terme, relative à un cours de l'or plus élevé, est soumise à une condition. Du point de vue de la Fed, elle doit se dérouler de façon *ordonnée* plutôt que de façon chaotique. Pour la Fed, ce n'est pas un problème si le cours de l'or augmente lentement et progressivement et que cela ne modifie pas les attentes inflationnistes. La Fed craint des mouvements de hausse désordonnés, de l'ordre de 100 \$ l'once par jour, et menaçant de s'accélérer. Si cela se produit, elle prendra immédiatement des mesures afin de dompter cette accélération à la hausse. Reste à savoir si ces mesures seront efficaces.

La période de juillet, août et début septembre 2011 constitue un bon exemple. À cette période, le cours de l'or flambait. Il était passé très vite de 1700 \$ l'once à 1900 \$, et s'orientait clairement vers les 2000 \$ l'once. Une fois que vous atteignez 2000 \$ l'once, la psychologie de l'accélération haussière risque de s'auto-alimenter. La phase suivante aurait pu afficher 3000 \$ l'once, soit un processus nettement désordonné.

L'évolution du cours de l'or s'emballait. La Fed a manipulé le cours à la baisse, non pas parce qu'elle souhaitait le

baisser, en fin de compte, mais parce qu'elle s'inquiétait de cette hausse désordonnée. La Fed intervient sur le marché en vue de le manipuler lorsqu'elle estime que c'est nécessaire.

À présent, intéressons-nous à l'autre grand acteur : la Chine. Cette dernière veut vraiment que le cours de l'or soit bas car elle achète de l'or. Cela peut paraître paradoxal. En effet, la Chine détient de l'or, alors pourquoi souhaiter une baisse du cours ? Parce qu'elle n'est pas arrivée au bout de ses achats. La Chine a probablement besoin de plusieurs milliers de tonnes d'or supplémentaires avant de pouvoir rattraper les États-Unis. C'est précisément parce qu'elle continue d'acheter de l'or qu'elle souhaite que le cours demeure bas, ce qui peut inciter la Chine à manipuler le cours de l'or.

L'interaction entre ces intérêts américains et chinois est intéressante. Dans une certaine mesure, le Trésor américain doit satisfaire les vœux de la Chine car celle-ci possède plusieurs milliers de milliards de dollars en Bons du Trésor américains. Si la Fed et le Trésor veulent de l'inflation pour pouvoir gérer le poids de la dette, la Chine, elle, craint que l'inflation ne grignote la valeur de ses titres du Trésor.

Si l'inflation éclate, la Chine a intérêt à se débarrasser des Bons du Trésor, ce qui provoquerait une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et ferait sombrer les marchés actions et immobiliers du pays.

Le compromis entre le désir d'inflation de la Fed et celui de la Chine de protéger ses réserves, c'est que cette dernière achète de l'or à bas prix. Ainsi, si l'inflation est faible, l'or de

la Chine augmente peu mais la valeur de ses Bons du Trésor est préservée. Si les États-Unis obtiennent l'inflation qu'ils souhaitent, les Bons du Trésor détenus par la Chine perdront de la valeur mais l'or qu'elle détient en prendra beaucoup plus. Le fait que la Chine détienne des Bons du Trésor et de l'or représente une couverture qui protège la richesse de ce pays, même si le Trésor tente de détruire l'argent des épargnants américains via l'inflation. Pour les épargnants américains, la solution consiste à faire exactement ce que fait la Chine : acheter de l'or.

Contrairement aux nombreuses spéculations, la Chine *n'achète pas* de l'or afin de lancer une devise adossée à l'or, du moins pas à court terme, mais afin de protéger ses réserves en dollar. Le Trésor américain doit en tenir compte, sinon la Chine les réduira.

Il en résulte un étrange intérêt commun selon lequel le Trésor américain et la Chine s'accordent sur le fait que la Chine doit détenir plus d'or et que le cours de ce dernier ne peut être trop élevé, sinon la Chine ne pourrait pas acheter tout l'or dont elle a besoin. C'est quelque chose que j'ai évoqué avec de hauts responsables du FMI et de la Fed, et ils ont confirmé ce que j'avais compris, à savoir que ce rééquilibrage mondial de l'or, de l'ouest vers l'est, doit se dérouler de façon ordonnée.

Les États-Unis laissent la Chine manipuler le marché afin qu'elle puisse acheter de l'or à un prix moins élevé. La Fed manipule le marché de temps à autre afin que toute hausse

du cours ne se produise pas de façon désordonnée. Jusqu'où ira cette manipulation ? Comment les investisseurs peuvent-ils résister à la tempête ?

## **Vaincre la manipulation**

Sachant que des forces colossales s'exercent sur les cours de l'or – les États-Unis agissant d'un côté et la Chine de l'autre – comment les investisseurs peuvent-ils y résister ?

On est tenté de se dire la chose suivante: « Je ne peux pas gagner, face à ces acteurs, alors cela ne vaut pas la peine de se risquer sur ce marché. » À court terme, c'est juste et vous ne pouvez pas les battre. Mais, à long terme, vous les battez toujours car ces manipulations ne peuvent durer qu'un temps. Finalement, les manipulateurs commencent à manquer d'or physique, ou bien un changement intervenant dans les attentes d'inflation provoque de telles hausses que même les gouvernements ne parviennent pas à les maîtriser. Cette partie ne peut se jouer indéfiniment.

L'histoire montre que les manipulations peuvent durer longtemps mais qu'elles finissent toujours par échouer. Le *London gold pool* des années 1960 s'est soldé par un échec, de même que le *dumping* mené par les États-Unis dans les années 1970 et que celui auquel les banques centrales se sont livrées au cours des années 1990 et 2000. Le cours de l'or n'a cessé d'augmenter, passant de 35 \$ l'once en 1968, lorsque le

*London Gold Pool* a échoué, à 1 900 \$ l'once en 2011, son plus-haut historique. De nouveaux types de manipulations s'exercent actuellement, mais ils sont voués à l'échec. Le cours de l'or en dollar va reprendre son ascension.

D'autres faiblesses de ces plans de manipulation sont évidentes avec l'utilisation de l'or-papier via le *leasing*, les *hedge funds* et les contrats *forwards* sur l'or. Ces techniques sont puissantes mais toute manipulation exige *une certaine quantité* d'or physique. Même si cette quantité n'est pas énorme, peut-être est-elle inférieure à 10% de toutes les transactions-papier, cela nécessite tout de même de l'or physique. Mais l'or physique disparaît également rapidement, à mesure que de plus en plus de pays en achètent. Cela fixe une limite au volume des transactions qui peuvent être réalisées.

Par exemple, la manipulation qui s'est déroulée en 2013, lorsque l'entrepôt de GLD s'est vidé de 500 tonnes d'or, ne pourrait se reproduire car, dès 2014, il ne restait plus qu'environ 800 tonnes d'or chez GLD. Si GLD devait se défaire de 500 tonnes supplémentaires, il n'aurait plus assez d'or pour que cet ETF soit financièrement viable pour son émetteur. Il arrive un moment où la quantité d'or restante est si modeste que les frais de gestion perçus ne couvrent plus les frais administratifs, d'assurance, de stockage, ainsi que les autres dépenses.

La troisième chose à prendre en compte, c'est que l'on sifflera la fin de la partie lorsque la Chine aura acheté suffisamment d'or pour que son ratio or/PIB soit égal ou

supérieur à celui des États-Unis. La Chine n'en est pas là, mais une fois que ce sera le cas, elle n'aura plus aucune raison politique d'acheter davantage d'or. Car la Chine sera alors à égalité des voix, à la table des négociations, la prochaine fois qu'une conférence de type Bretton Woods sera nécessaire afin de rétablir la confiance vis-à-vis du système monétaire international.

Une fois que la Chine aura suffisamment d'or, les États-Unis et la Chine pourraient tous deux laisser le cours évoluer à son gré, de façon ordonnée. L'inflation pourrait s'emballer et la Chine n'y perdrait pas. Si l'inflation et le cours de l'or flambaient en ce moment, la Chine mordrait la poussière. Elle ne possède pas assez d'or pour protéger son portefeuille des pertes subies sur ses Bons du Trésor américains. Dans un contexte où le cours de l'or flamberait et où l'économie chinoise progresserait plus vite que celle des États-Unis, elle ne pourrait jamais opérer ce rattrapage sur son ratio or/PIB.

La Chine achète autant d'or qu'elle le peut mais comme elle tente de préserver son ratio or/PIB et d'enregistrer la croissance la plus rapide au sein des économies les plus développées, l'objectif est mouvant. Il faut empêcher le cours de l'or d'augmenter tant que la Chine ne possède pas assez d'or. Lorsqu'elle cessera ses achats, c'est-à-dire lorsqu'elle détendra environ 8 000 tonnes d'or, les États-Unis et la Chine pourront se serrer la main et se dire, tous deux, qu'ils sont désormais en sécurité. À ce stade, une dévaluation du dollar, provoquée par la hausse du cours de l'or, pourrait s'amorcer.

J'insiste auprès des investisseurs particuliers sur l'importance de bien comprendre les dynamiques qui animent l'évaluation du cours de l'or. Vous devez comprendre comment fonctionnent ces manipulations, quelle est la phase finale, et à quoi ressemble la situation de l'offre et de la demande. En comprenant ces dynamiques, on peut voir arriver plus clairement la fin de la partie, ce qui justifie de détenir de l'or même lorsque les mouvements du cours sont défavorables à court terme.

## L'OR RÉSISTE BIEN

Entre 2011 et 2016, l'or s'est négocié à sept reprises dans une fourchette variant de 1 150 à 1 050 \$. Chaque fois, il a rebondi. La valeur de l'or résiste bien dans un contexte très défavorable. Beaucoup d'investisseurs sont frustrés que l'or n'ait pas augmenté plus, mais peut-être devraient-ils être réconfortés à l'idée qu'il n'ait pas baissé plus, considérant ce qu'il s'est produit sur le prix des matières premières en général, et l'augmentation des taux d'intérêt réels à mesure que l'inflation diminuait. Nous vivons dans un monde extrêmement déflationniste. L'or a rebondi à de multiples reprises à partir de ses plus-bas et a montré énormément de force relative. C'est bon signe pour l'avenir.

L'or a résisté tout au long des périodes d'effondrement monétaire, par le passé, et il fera de même lors de futurs effondrements. Ce sera le cas, en particulier, si une nouvelle et puissante menace surgit : les cyberguerres boursières.



## Les cyberguerres boursières

Le 22 août 2013, le Nasdaq a été fermé pendant une demi-journée. Aucune explication crédible n'a jamais été communiquée aux investisseurs, concernant ce qu'il s'était passé. Si l'explication avait été bénigne ou technique, le Nasdaq nous l'aurait fournie, depuis le temps. Ses responsables auraient invoqué une ligne de code défailante ou l'erreur d'un technicien au cours de la mise à jour d'un logiciel, ou encore une installation qui se serait mal passée. Or, le Nasdaq n'a jamais fourni d'informations de quelque nature que ce soit, à l'exception de la vague évocation d'un « problème d'interface ».

Pourquoi ? Le Nasdaq, lui, doit bien le savoir. L'une des réponses probables serait l'origine malveillante de cette fermeture, laquelle a probablement été provoquée par des *hackers* criminels ou, pire encore, par des cyber-commandos chinois ou russes. Les investisseurs ne doivent pas douter de la capacité d'un certain nombre de cyber-commandos étrangers à perturber ou provoquer la fermeture des principales places boursières, aux États-Unis ou ailleurs.

En 2014, *Bloomberg Business Week* a publié un article faisant la Une et intitulé *The Nasdaq Hack*<sup>34</sup>. L'incident auquel ce titre fait référence remonte à 2010. Pourtant, ce n'est que fin juillet 2014 que les médias ont pu relater ce

34. « Le piratage du Nasdaq ».

qu'il s'était produit : avec l'aide du FBI, de la NSA et du Département de la sécurité intérieure, le Nasdaq a bel et bien découvert un virus informatique niché dans ses systèmes d'exploitation, remonté la piste jusqu'à son origine et établi qu'il s'agissait d'un virus malveillant. Or, il n'avait pas été placé là par un gang de criminels mais par l'État russe.

Les histoires de ce genre sont souvent livrées en pâture aux journalistes par des sources officielles animées par certaines intentions. Pourquoi cette histoire spécifique a-t-elle été publiée 4 ans après l'incident ? Ce reportage est opportun, mais pourquoi la source a-t-elle attendu 4 ans ? On peut supposer qu'un responsable du gouvernement voulait révéler l'étendue de l'intrusion russe au sein des places boursières américaines afin d'alerter les investisseurs que des incidents plus graves pourraient se produire à l'avenir. Il s'agit d'une mise en garde.

Les analystes réagissent tous, généralement, en affirmant que les *hackers* américains sont aussi doués que les Russes, et qu'ils pourraient provoquer la fermeture de la Bourse de Moscou si des *hackers* russes provoquaient celle de New York. Oui, certes. En fait, en matière de cyberguerre, les États-Unis sont meilleurs que n'importe quelle autre puissance dans le monde. Mais imaginons comment cela se déroulerait.

Si la Russie provoquait la fermeture de la Bourse de New York et que les États-Unis provoquaient la fermeture de la Bourse de Moscou, qui serait le perdant ? Les États-Unis, car leurs marchés sont plus importants et bien plus vastes.

Il y a beaucoup plus d'argent en jeu côté américain et l'effet de domino est plus important. Financièrement, la Russie est dans une situation où elle n'a pas grand-chose à perdre. Le fait que cela se terminerait mal pour les États-Unis constitue l'une des raisons pour lesquelles elle évite toute riposte et surenchère. Le Président russe, Vladimir Poutine, le sait également. C'est pourquoi, entre autres, il a tranquillement envahi la Crimée en 2014. Il savait très bien que les États-Unis ne pouvaient pas se permettre de surenchère dans cette guerre financière car, au bout du compte, ils avaient plus à perdre que la Russie.

Pour ceux qui ne connaissent pas bien la guerre froide, le monde était engagé dans une dynamique de la surenchère. Les États-Unis possédaient suffisamment de missiles pour détruire totalement la Russie (autrefois l'URSS). La Russie possédait suffisamment de missiles pour détruire totalement les États-Unis. C'était une situation très instable car la tentation était grande de tirer le premier. Si vous êtes le premier à frapper, vous éliminez l'autre camp et vous remportez la victoire. En réponse à cette instabilité, on a construit encore plus de missiles. Avec suffisamment de missiles, on pouvait résister à la première attaque et en avoir de reste afin de lancer une seconde frappe, laquelle anéantirait le camp ayant attaqué en premier. Cette capacité de deuxième frappe empêchait l'autre camp de lancer ses missiles en premier.

La même dynamique s'applique à la guerre financière de nos jours, mais on ne le mesure pas vraiment car si les

armes sont symétriques, les pertes, elles, ne le sont pas. Les États-Unis ont bien plus à perdre.

Le déclenchement accidentel d'une cyberguerre financière constitue donc un autre danger. Si vous demandez à des *hackers* de trouver un moyen de provoquer la fermeture de la Bourse de New York, ils doivent s'entraîner à le faire. Ils doivent aller sonder le terrain. Par exemple, la situation suivante pourrait se produire : des *hackers* russes n'ayant pas l'intention de déclencher une crise financière sondent le terrain et provoquent une crise financière ou bien la fermeture d'une place boursière. C'est le scénario le plus préoccupant car il n'a rien d'irrationnel. Il suffit d'un accident. Or, les accidents se produisent sans cesse.

## **L'abandon du dollar**

Bien qu'il semble extraordinaire d'adopter de telles mesures, en réalité, le gouvernement américain a abandonné le dollar depuis 2010. Cette année-là, en janvier, les États-Unis ont mis fin à une « politique du dollar sain » qui régnait depuis 1980. On a volontairement amorcé une politique d'affaiblissement du dollar pour favoriser l'inflation ainsi que la croissance nominale. Cette politique a été élaborée au cours d'un sommet du G20 qui s'est tenu à Pittsburgh en septembre 2009. On a considéré que, les États-Unis étant la première économie mondiale, si le pays sombrait, il entraînerait le reste du

monde avec lui. Le dollar faible était la clé de la croissance, alors on a renoncé à un dollar sain.

Cela a marqué le début de la guerre des devises qui sévit depuis lors. Les guerres des devises posent un problème, entre autres : elles ne se concluent pas de façon logique. Dans le cas du dollar, on s'emploie énormément, partout dans le monde, à réduire son rôle de devise de réserve mondiale. Trop de partenaires commerciaux et financiers des États-Unis ne font plus confiance au dollar et n'apprécient pas du tout cette façon dont le pays use du statut du dollar afin de gérer ses déficits et d'imprimer de l'argent pour combler les trous.

Par exemple, il y a eu énormément de protestations en France en 2014, lorsque les États-Unis ont ponctionné 9 Mds\$ à BNP Paribas, l'une des plus grandes banques, pour avoir violé les sanctions économiques américaines. Les actes invoqués ont eu lieu en France, en Suisse et en Iran, soit hors de la juridiction américaine et ont été commis par des banques françaises et leurs contreparties iraniennes. Mais dans la mesure où les transactions étaient libellées en dollar et que ces dollars devaient passer par un système de compensation contrôlé par la Réserve fédérale et le Trésor américain, elles sont passées sous juridiction américaine, même si rien ne justifiait que la transaction en elle-même soit soumise aux lois américaines.

On peut débattre des mérites de ces poursuites sur les deux tableaux. Quoi qu'il en soit, il ne fait aucun doute que les partenaires commerciaux des États-Unis, notamment

leurs alliés, en ont assez de ce système international fondé sur le dollar, notamment en raison de ce type de poursuites. Par conséquent, les banques étrangères prennent leurs distances avec le dollar aussi vite qu'elles le peuvent.

## **L'hégémonie du dollar**

En matière de commerce extérieur entre deux États souverains, il suffit de compter les points. Par exemple, si je vous expédie des marchandises et que vous me devez une somme dans une devise donnée, puis que vous m'expédiez des marchandises et que je vous dois une somme libellée dans une autre devise, les deux soldes libellés en devises étrangères peuvent être valorisés dans la devise de votre choix. Il s'agit de la balance commerciale : elle se règle de façon périodique. Vous pouvez l'exprimer en dollars, en cartes de baseball ou en capsules de bière. Tout *numéraire* ou unité de compte convenus entre les parties peut faire l'affaire. Cela signifie que de nombreuses devises peuvent servir de monnaies de règlement internationales. À cet égard, le yuan chinois répond tout à fait à ces critères.

Il existe une différence entre une monnaie de règlement international et une monnaie de réserve. La monnaie de réserve ne sert pas uniquement à régler les balances commerciales. Elle représente la façon dont vous investissez votre excédent. Pour jouer le rôle de monnaie de réserve,

il faut disposer d'un panier considérable d'actifs liquides disponibles<sup>35</sup>. Voilà pourquoi le yuan chinois est loin d'avoir un véritable statut de monnaie de réserve : la Chine ne possède en aucun cas ce panier d'actifs disponibles à l'investissement.

Dans le monde, aucun marché n'égale celui des Bons du Trésor américains afin d'absorber les flux de capitaux des échanges commerciaux et des investissements internationaux. Lorsque vous calculez les positions de réserve du Japon, de la Chine, de Taïwan et de quelques autres pays, les montants se chiffrent en milliers de milliards de dollars. À court terme, on ne peut s'adresser qu'aux États-Unis.

Cela dit, il ne fait aucun doute que la Russie, la Chine et d'autres pays souhaitent se libérer de cette hégémonie du dollar. Elles aimeraient un système qui ne soit pas basé sur le dollar, mais il existe un certain nombre d'obstacles.

La Chine a peur car, au sein de ses 3 200 Mds\$ de réserve, elle détient 2 000 Mds\$ de dette américaine libellée en dollar (le reste est composé d'or, d'euros et d'autres actifs) ; elle craint que les États-Unis ne provoquent une inflation de la monnaie américaine.

La Russie aimerait tourner le dos au dollar car les États-Unis se sont opposés à ses ambitions en Europe de l'est et en Asie centrale en 2015, et lui ont imposé des sanctions en dollar et en euro.

35. Soit un marché obligataire liquide.

L'Arabie saoudite aimerait peut-être tourner le dos au dollar car elle se sent trahie par les États-Unis. En décembre 2013, le Président Obama a effectivement conféré à l'Iran le rôle de puissance hégémonique régionale dans le golfe Persique, tout en permettant à l'Iran de conserver son réacteur nucléaire et son programme d'enrichissement d'uranium. Cela revient à dire que l'Iran a été reconnu en tant que première puissance régionale. L'Arabie saoudite l'a vécu comme un coup de poignard dans le dos, en particulier en raison de l'accord secret conclu avec les États-Unis plusieurs dizaines d'années auparavant.

Dans les années 1970, sous les mandats des Présidents Nixon et Ford, les États-Unis et l'Arabie saoudite ont conclu l'accord du pétrodollar. Selon ce dernier, les États-Unis garantissaient la sécurité nationale de l'Arabie saoudite qui, en contrepartie, exigerait que le prix du pétrole soit fixé en dollar. Une fois que le cours du pétrole serait fixé en dollar, le monde entier aurait besoin de dollars car tout le monde a besoin de pétrole. Cet accord a établi une base solide permettant au dollar de conserver son statut de monnaie de réserve mondiale. À présent, la Chine, la Russie et l'Arabie saoudite, qui sont toutes de puissantes nations exportatrices de pétrole, de gaz naturel et de produits manufacturés, ont un intérêt commun à mettre un terme à l'hégémonie du dollar au sein du système monétaire international.

En 2009, j'ai fait partie des concepteurs et des animateurs de la toute première simulation de guerre financière organisée



par le Pentagone. J'ai décrit cette expérience dans mon premier livre, *Currency Wars* (2011). Lorsque la simulation a débuté, je jouais dans l'équipe représentant la Chine, et l'un de mes confrères dans celle qui représentait la Russie. Ensemble, nous avons conçu un plan selon lequel la Russie et la Chine réunissaient leurs réserves d'or, les plaçaient dans une chambre forte en Suisse et émettaient, via une banque londonienne, une nouvelle devise adossée à l'or. La Chine et la Russie annonçaient ensuite que, désormais, si vous vouliez acheter des produits énergétiques russes ou des produits manufacturés chinois, elles n'accepteraient plus de dollars. Elles n'accepteraient que cette nouvelle devise. En cas de besoin, vous pourriez la gagner ou l'emprunter, ou encore déposer votre or aux côtés de celui de la Russie et de la Chine, et la banque vous octroierait une certaine somme de cette nouvelle devise. La banque l'émettrait, bien sûr, et cette devise serait adossée à l'or.

Donc tout d'un coup, un nouvel étalon-or existait, de même qu'une nouvelle devise instaurée par la Russie et la Chine; les autres pays seraient invités à s'en servir, d'autant plus qu'ils en auraient grandement besoin pour régler les exportations russes et chinoises.

Nous savions que ce scénario ne se déroulerait pas dans l'immédiat. Tout l'intérêt de cette simulation repose sur le fait qu'elle permet de mener une réflexion originale en vue d'aider le Pentagone à se projeter dans l'avenir, à voir très loin.

À cette époque, certains de nos confrères participant à cet exercice, des économistes très respectés, se sont moqués de nous. Ces soi-disant gourous ont affirmé que nous étions ridicules et que l'or ne faisait pas partie du système monétaire international. Nous avons été accusés de faire perdre du temps à tout le monde.

Nous avons pris sur nous, en nous disant que l'on verrait bien comment se dérouleraient les choses. Or, depuis ce scénario imaginé en 2009, la Russie a augmenté ses réserves d'or de 100% et la Chine de beaucoup plus. Autrement dit, la Chine et la Russie se comportent exactement comme nous l'avions prédit en 2009. Elles voient bien que le système monétaire international menace de se lézarder. Elles s'y préparent en achetant de l'or. Les investisseurs devraient faire de même, en allouant à l'or 10% de leurs actifs disponibles.

Je ne veux pas dire que nous allons nous réveiller demain matin et découvrir que le rouble est une monnaie de réserve adossée à l'or. Ce n'est pas du tout ce que je prévois. En Russie, il existe de nombreux problèmes liés à la corruption, aux lois et à l'absence d'un marché obligataire conséquent. À mon avis, le rouble n'est pas près de devenir une monnaie de réserve. Mais la Chine et la Russie prennent néanmoins leurs distances vis-à-vis du dollar, et se rapprochent de l'or.

Nous en avons eu la preuve en juillet 2014, à l'annonce de contrats de plusieurs milliards de dollars portant sur le gaz naturel, le pétrole et le développement, conclus pour de nombreuses années entre la Chine et la Russie. La Russie a

ensuite annoncé qu'elle concluait avec l'Iran un accord plus modeste mais tout de même important. L'Iran et la Russie subissent des sanctions économiques infligées par les États-Unis. Pendant un certain temps, l'Iran a été exclu du système de paiement en dollar. Cela ne s'est pas encore produit avec la Russie mais les États-Unis menacent parfois de le faire. L'Iran et la Russie s'unissent également afin d'échapper au piège du dollar, avec de nouveaux accords portant sur des armes, des réacteurs nucléaires, de l'or et des produits alimentaires.

Il est intéressant de noter que la Russie a accepté d'acheter du pétrole iranien. C'est étrange car la Russie fait partie des plus grands exportateurs de pétrole du monde. Pourquoi la Russie importerait-elle du pétrole iranien alors qu'elle-même est un grand exportateur ? Réponse : il y a peu de temps encore, les Iraniens ne pouvaient pas vendre aisément leur pétrole sur le marché libre en raison des sanctions américaines. Si l'Iran vend du pétrole à la Russie, celui-ci peut être réexporté par les Russes (le pétrole est fongible, dans une certaine mesure) à destination de la Chine et d'autres pays. La Russie, qui est déjà sous le coup de sanctions américaines, peut agir en tant qu'intermédiaire pour que l'Iran (également sous le coup de sanctions américaines) vende son pétrole à la Chine, et que cette dernière ait les mains propres.

Dernièrement, la Chine a réalisé un *swap* de devises avec la Suisse afin d'avoir des francs suisses en échange de yuans. Là, les pièces du puzzle commencent à se rassembler. La Chine a accès au franc suisse, une monnaie forte très

séduisante. L'Iran vend du pétrole à la Russie, laquelle le revend à la Chine. La Chine règle la Russie en francs suisses qui peuvent se négocier via les nouvelles banques des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud). Quel est le maillon manquant, dans toute cette chaîne commerciale? Le dollar: il n'intervient à aucun moment.

Tous ces pays s'emploient en coulisses à mettre un terme à l'hégémonie du dollar, tandis que les États-Unis semblent avoir la tête dans la Lune. Un beau matin, les investisseurs vont se réveiller et découvrir que le dollar est en chute libre. Ils ne comprendront pas pourquoi. Mais on voit déjà ce grand changement arriver. Si le dollar s'effondre en raison d'une perte de confiance, tout le système monétaire international s'effondrera également. C'est ce que je prévois.

## **Le rôle des marchés émergents**

La politique monétaire américaine actuelle a des effets négatifs sur les marchés émergents qui ne peuvent pas les surmonter à moins d'augmenter ou de baisser leurs taux d'intérêt, ou d'imposer un contrôle des capitaux. C'est ainsi que fonctionnent les choses, dans un monde dépourvu d'étalon.

La Fed a tenté de se laver les mains du sort des marchés émergents. Les responsables de la Fed, notamment Ben Bernanke et Janet Yellen, ont souvent répété que leur mission consistait à se concentrer sur les performances économiques

des États-Unis. Ils signifient ainsi que la mission de la Fed n'est pas de s'inquiéter des marchés émergents. Du point de vue de la Fed, les marchés émergents sont les victimes collatérales des guerres des devises. L'attitude de la Fed s'apparente à celle d'un conducteur en état d'ivresse qui fauche des piétons, puis reproche à ces derniers de s'être trouvés sur sa route.

Par exemple, la Réserve fédérale a implicitement déclaré à l'Afrique du Sud ce qui suit : « Si vous pensez que votre monnaie est trop faible, alors relevez vos taux d'intérêt. » Mais comment l'Afrique du Sud peut-elle relever ses taux d'intérêt sans créer de graves problèmes de chômage ? Ce casse-tête se vérifie partout dans le monde. De manière assez hypocrite, les États-Unis font semblant de ne pas voir l'impact de leur politique monétaire sur le reste du monde.

Le dollar demeure la monnaie de réserve dominante, du moins pour l'instant. Ces marchés émergents, les BRICS, possèdent des réserves majoritairement libellées en dollar. Les marchés financiers, où les transactions s'effectuent en dollar, sont toujours énormes, comparés à ceux de ces marchés émergents. Par conséquent, ces derniers sont très vulnérables aux entrées et sorties de ce que l'on appelle la *hot money*<sup>36</sup>.

Lorsque des flux de dollars entrent et sortent de ces marchés émergents au gré des manipulations de marché

36. Les capitaux spéculatifs.

orchestrées par la Fed, cela peut les submerger. Les capitaux affluent sur les marchés émergents lorsque la Fed est en mode « *risk on*<sup>37</sup> ». Ces mêmes capitaux peuvent ressortir presque aussi vite lorsque la Fed prononce un discours musclé concernant les taux d'intérêt et que le monde passe en mode « *risk off*<sup>38</sup> ». Du point de vue des marchés émergents, c'est pratiquement une invitation à imposer des contrôles de capitaux. Au cours de ces dernières années, de nombreuses banques centrales de pays émergents, notamment la Jordanie, la Malaisie, les Philippines et le Vietnam, ont augmenté leurs réserves d'or afin de se protéger de cette instabilité du dollar.

L'un des risques auxquels est confrontée la Réserve fédérale, c'est de déclencher une crise des marchés émergents. Ces derniers ne savent pas où donner de la tête car ils dépendent du dollar. Or, la Fed manipule le dollar via sa politique des taux d'intérêt, ce qui signifie qu'elle manipule indirectement tous les marchés du monde.

Les marchés émergents étant si vulnérables, il ne serait pas surprenant que l'un d'eux instaure un contrôle des capitaux. Pendant 20 ans, nous n'avons parlé que de mondialisation et d'intégration des marchés financiers au-delà des frontières. Bien entendu, des connexions existent entre ces marchés. Mais une mondialisation par le haut est aussi synonyme de mondialisation vers le bas. Une grave crise liée à la balance des paiements ou aux réserves survenant dans l'une des

37. Appétit pour le risque.

38. Aversion au risque.

principales économies émergentes pourrait rapidement échapper à tout contrôle.

C'est ce qu'il s'est produit en 1997 et en 1998, provoquant quasiment l'effondrement de tous les marchés du monde. Cette crise spécifique s'est amorcée en Thaïlande pour se propager à l'Indonésie et à la Corée du Sud et, finalement, à la Russie. Le défaut consécutif de la Russie a provoqué l'effondrement de Long-Term Capital Management. J'étais à LTCM, à l'époque, alors je me trouvais aux premières loges. Cela a failli provoquer l'effondrement de tous les marchés actions et obligataires du monde, jusqu'à l'intervention de la Fed et du FMI. Le même genre de choses peut se produire à nouveau.

## **Le chaos et l'effondrement**

Les investisseurs, tout comme les citoyens *lambda*, savent bien que quelque chose ne va pas dans le système monétaire international. Partout dans le monde, on m'a fait part de cette impression. Pourtant, ceux qui occupent des fonctions dans des lieux de pouvoir tels que la Réserve fédérale, le Trésor américain et le FMI, ont du mal à identifier les problèmes que ce système engendre. Le système monétaire international s'oriente vers un précipice et, malgré tout, dans les cercles politiques, on a du mal à apprécier correctement le problème ou à cerner des solutions.

Nous nous rapprochons d'un effondrement du système monétaire international. Cela ne veut pas forcément dire que cela va se produire *demain*, mais cela signifie que cela se produira *tôt ou tard*. Il ne s'agit pas d'un pronostic à 10 ans. Alors 5 ans, peut-être ? Peut-être bien. 1 an, peut-être ? Oui.

On ne peut jamais savoir à quel moment précis l'effondrement va se produire, cependant on peut l'évaluer à moyen terme ; bien assez proche pour prendre des mesures dès aujourd'hui. Une crise monétaire internationale ne signifie pas que l'on va automatiquement passer à un étalon-or, mais c'est une éventualité s'il fallait rétablir la confiance.

Si l'on revient à l'étalon-or, il faut déterminer quel sera le cours de l'or en dollar. Lorsque les États ont rétabli l'étalon-or dans les années 1920 en fixant un mauvais cours, ils ont commis l'une des plus grandes bourdes économiques du xx<sup>e</sup> siècle, voire de tous les temps. Ils ont imprimé tellement d'argent pour financer la Première Guerre mondiale que le retour à l'étalon-or, à son cours d'après-guerre, s'est révélé désastreusement déflationniste. Le Royaume-Uni a dû réduire sa masse monétaire afin de rétablir l'ancienne parité or/monnaie. Le pays aurait dû simplement reconnaître le fait qu'il avait imprimé trop d'argent et rétablir l'étalon-or en fixant le cours de l'once beaucoup plus haut.

Si l'on revenait à un étalon-or, à l'heure actuelle, il serait essentiel d'éviter de commettre la même erreur que dans les années 1920. Le calcul est simple. Pour qu'un étalon-or actuel ne soit pas déflationniste, il faudrait fixer le cours



entre 10 000 \$ et 50 000 \$ l'once en fonction des hypothèses retenues pour le choix de la masse monétaire, du pourcentage d'or auquel celle-ci serait adossée et des pays spécifiques faisant partie du nouveau système. Je ne prédis, ni ne prévois, que l'or va passer à 50 000 \$ l'once, mais plutôt à 10 000 \$ l'once si jamais l'on revenait à une sorte d'étalon-or.

Si les États, partout dans le monde, prenaient des mesures afin d'éviter l'effondrement monétaire, je modifierais mes prévisions et conclurais que le désastre s'éloigne, dans la mesure où ils mettraient en œuvre une politique intelligente. Mais en fait, je constate plutôt le contraire. Je constate qu'aucune politique intelligente n'est mise en œuvre ; je vois arriver l'effondrement qui va faire énormément augmenter le cours de l'or en dollar, afin de rétablir la confiance au niveau international. Je n'invente pas ces chiffres pour faire de la provocation ou les gros titres. Ils sont issus d'une analyse toute simple fondée sur des données disponibles.

Cela dit, l'or a été très volatil. Si vous avez investi dans l'or, il n'y a rien de réjouissant à voir son cours en dollar baisser. Personne n'apprécie. Personnellement, je ne suis pas spécialement euphorique quand le cours en dollar de l'or grimpe, ni trop déprimé lorsqu'il baisse. Selon moi, ce sont simplement des informations de marché qui m'indiquent quelque chose. Lorsque je constate que le cours en dollar baisse, je ne vends en aucun cas et, de temps à autre, j'achète un peu plus d'or car le cours me convient et que je considère que c'est un bon point d'entrée.

Le résultat le plus probable d'une chute du dollar, ce sera le chaos ou bien une sorte d'effondrement issu de la complexité du système financier international. C'est quelque chose que personne ne souhaite. Je ne crois pas que quiconque encourage le chaos ou l'effondrement.

Mais cela se produira en raison de l'instabilité dynamique du système, de l'incapacité à analyser les risques correctement, des gens qui prennent leurs désirs pour des réalités, du déni, des retards, et du fait que les économistes se servent d'une science erronée. La plupart de ces analyses déficientes résultent de certaines caractéristiques cognitives qui font partie de la nature humaine. Personne ne souhaite un effondrement, mais c'est quelque chose qui risque bien de se produire car les personnes en charge de l'élaboration des mesures ou de modifier le système, telles que les responsables des banques centrales, les ministres des Finances, les responsables du FMI, les chefs d'État, et les leaders du G20, ne comprennent pas les risques [en jeu] et ne prennent aucune mesure en vue de changer le système. Donc, à mon avis, le chaos est l'issue la plus probable.

Si vous êtes investisseur, gestionnaire de portefeuille ou si vous essayez simplement d'y comprendre quelque chose, je ne pense pas qu'il soit productif d'établir des prévisions catégoriques concernant le moment où l'effondrement va se produire, ni concernant son catalyseur. En ce qui me concerne, j'essaie plutôt d'identifier ce que j'appelle des indicateurs et alertes (c'est ce que nous faisons dans le cadre de l'analyse du renseignement).

À titre d'illustration, faisons un exercice de résolution de problèmes: considérons que quatre voies partent de l'endroit où je me trouve. Je me mets en marche. J'ignore sur quelle voie je me trouve bien que je puisse le deviner en me fondant sur les maigres données à ma disposition: les voies sont jalonnées de panneaux de signalisation. À mesure que je lis ces panneaux, cela me permet de comprendre sur quelle voie je me trouve. Par exemple: je vis dans la région de New York. Sur la route en direction de Boston, tous les restaurants sont des McDonald's et, en direction de Philadelphie, tous les restaurants sont des Burger King. Si j'aperçois un Burger King, alors je sais que je ne me dirige pas vers Boston et je peux donc éliminer cette éventualité. Si votre première hypothèse est correcte et que vous ne vous trompez pas de panneaux de signalisation, alors vous disposez d'un puissant outil vous permettant de comprendre dans quelle direction vous allez. Cette technique peut être appliquée à la politique des taux d'intérêt et aux autres aspects de l'économie. Que ce soit les DTS, l'or, ou encore les multiples monnaies de réserve ou un quelconque effondrement, de puissants outils d'analyse existent afin de vous aider à réaliser des analyses prédictives et à résoudre des problèmes.

En cas d'effondrement, toutefois, vous constaterez que la réaction politique consiste à prendre des décrets présidentiels draconiens et à geler les comptes. Ces gels de comptes ne sont pas limités aux comptes bancaires, mais s'appliquent également aux fonds communs de placement, aux ETF et

à d'autres produits d'investissement populaires. Après un effondrement, on pourrait se retrouver avec un étalon-or ou des Droits de Tirage Spéciaux modifiés et adossés à l'or. Les deux éventualités les plus probables sont l'or et les Droits de Tirage Spéciaux – peut-être que des DTS adossés à l'or représenteraient le meilleur des mondes. Il existe deux façons d'y parvenir : l'une est agréable et l'autre est détestable.

La manière agréable d'obtenir des DTS adossés à l'or est de procéder rationnellement et de bien réfléchir à la question. Il faut constituer des groupes de travail, des comités procédant à des études techniques, afin de parvenir à un consensus, et travailler pays par pays afin d'obtenir les changements de politiques permettant leur instauration. C'est un peu ce que fait la zone euro, actuellement, en ce qui concerne les réformes structurelles en Grèce et dans l'union monétaire.

La méthode détestable, ce serait simplement d'ignorer la question, de laisser le système s'effondrer et de parvenir à ces DTS adossés à l'or de façon arbitraire ou par décret présidentiel. C'est plus compliqué et plus coûteux mais cela peut aboutir au même résultat. Si les gens n'ont plus confiance dans le système de monnaie-papier existant, il faut rétablir la confiance. Cela peut se faire avec une nouvelle monnaie, comme les DTS, ou une forme de monnaie plus ancienne, comme l'or. La plupart des investisseurs et des épargnants perdent de l'argent lorsque les banques font faillite, ce qui constitue une bonne raison de détenir de l'or dès maintenant. L'or physique conservé en dehors du système bancaire n'est

pas exposé à ce genre de chose. Personnellement, je ne laisserais pas tout mon argent à la banque ou dans des positions de *trading* portant sur des actions et des obligations. Il faut avoir de l'argent en banque, en tant que fonds de roulement, mais j'en placerais également dans de l'or physique, hors du système bancaire. Au cours de la prochaine crise, ceux qui possèdent des comptes en banque vont être victimes de *bail-in*<sup>39</sup> et au gel de leurs comptes.

### **Les risques de *bail-in***

En jargon bancaire, le *bail-in* désigne cette situation où les déposants ne récupèrent pas la totalité de leur argent en cas de faillite de la banque. Il est possible qu'une part des dépôts d'une banque soit assurée et que les petits déposants soient remboursés, mais les comptes dépassant le montant assuré sont convertis en fonds propres ou entièrement liquidés. C'est la même chose en ce qui concerne les créanciers et les détenteurs d'obligations de la banque. Cette situation se produit lorsque la banque est insolvable, lorsqu'elle n'a pas assez de fonds propres et que son passif, sous forme de dépôts et d'obligations, dépasse son actif. Dans cette situation, il n'y a pas assez d'argent pour tout le monde et les créanciers de la banque ainsi que les déposants subissent une décote.

39. La banque puise dans les comptes des déposants et les actionnaires sont mis à contribution.

Leurs dépôts et obligations sont convertis de force en fonds propres, en espérant qu'à un moment donné, la banque se remettra sur les rails et que ses fonds propres auront une certaine valeur. Ce n'est pas ce à quoi s'attendaient les créanciers, les déposants et les détenteurs d'obligations, mais c'est mieux que rien. Avec le *bail-in*, il en est ainsi : vous, le déposant, le créancier, on vous transforme en actionnaire contre votre gré.

Énormément de gens sont surpris, en apprenant cela, mais ce type de *bail-in* est inscrit dans les lois des États-Unis depuis 1933. Avant 1933, il n'existait pas d'assurance pour les déposants et, si la banque faisait faillite, vous pouviez perdre *tout* votre argent.

Aux États-Unis, la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) a été instaurée en 1934 et existe toujours, mais les montants assurés ont toujours été limités. Cette limite a augmenté au fil des ans et, à l'heure actuelle, elle est de 250 000 \$. C'est un montant considérable qui couvre les petits déposants. Pourtant certains « gros » déposants – des personnes fortunées, des retraités dont l'épargne est considérable des comptes d'entreprises, des comptes professionnels, ou des institutions – peuvent avoir sur leur compte en banque des sommes bien supérieures. Si vous vendez une maison 2 M\$, on peut vous remettre un chèque que vous déposez sur votre compte en banque. Même si ce dépôt ne reste peut-être pas longtemps à la banque, vous êtes exposé durant ce laps de temps. Les montants excédant l'assurance

ont toujours été exposés au risque, même si la plupart des gens ne s'en rendent pas compte ou s'ils partent du principe que la banque est un lieu sûr.

La vague de faillites bancaires qui s'est produite en 2008 et au cours des années suivantes, aurait pu être bien pire sans l'intervention de l'État. Lorsque la prochaine crise surviendra, aura-t-on recours au *bail-in*? Aux États-Unis, nous disposons de multiples régulateurs ayant leur mot à dire dans ce type de décision : la FDIC, la Réserve fédérale, le Département du Trésor et l'OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*). Les déposants ont été mis en garde à de multiples reprises concernant l'éventualité d'un *bail-in* si un effondrement se produisait à l'avenir. Une crise bancaire pourrait provoquer un krach boursier – à moins que ce ne soit l'inverse : un krach boursier provoquerait une crise bancaire si la valeur des actifs chutait. C'est ainsi que fonctionne la contagion. Ce n'est pas toujours linéaire.

Nous n'avons pas connu une telle instabilité au sein du système bancaire depuis les années 1930. Au cours des années 1980, énormément de *savings & loans associations*<sup>40</sup> ont été fermées mais, globalement, les déposants n'ont pas été touchés et très peu d'entre eux ont perdu de l'argent. La plupart des pertes ont été essuyées par les détenteurs d'obligations et par les actionnaires. La crise des années 1980 n'a pas été grave au point d'obliger la FDIC à s'emparer de

40. Équivalents des caisses d'épargne.

l'épargne des déposants. Avant la mise en place de la FDIC, les pertes des déposants étaient chose courante. L'histoire des États-Unis est jalonnée de crises bancaires. Le fait est que les *bail-in* et les pertes subies par les déposants – même s'il n'y en a pas eu récemment – n'ont rien d'inédit, historiquement. En revanche, la prise de conscience des déposants et régulateurs est inédite dans l'histoire des banques américaines, probablement en raison de la crise financière survenue en 2013 à Chypre, puis en 2015 en Grèce. Après la crise chypriote, un certain nombre de régulateurs, notamment en Europe et aux États-Unis, ont déclaré que le *bail-in* serait désormais le procédé utilisé au cours des prochaines crises. Vous noterez que cette approche a été ratifiée par le G20 et le FMI, lors du sommet du G20 qui s'est tenu à Brisbane, en Australie, en 2014. Lorsque la prochaine vague de crises bancaires frappera et que les *bail-in* interviendront en masse, les déposants ne pourront pas dire qu'ils ne savaient pas. Ceux qui se seront montrés prudents auront retiré leurs dépôts et anticipé en achetant de l'or. Cette part de leur argent sera protégée.

## **La confiscation et l'impôt sur bénéfices exceptionnels**

En cas de crise majeure du système monétaire, le gouvernement américain a la possibilité de confisquer l'or ou bien d'instaurer une taxe sur bénéfices exceptionnels réalisés en dollar sur l'or... ou d'appliquer les deux à la fois. Pour ceux



qui ne seraient pas citoyens américains, la juridiction américaine est limitée, mais les États-Unis confisqueraient tout ce qui serait stocké sur le sol américain ou bien dans des banques américaines.

Environ 6 000 tonnes d'or sont stockées à la Réserve fédérale de New York, sur Liberty Street, au sud de Manhattan. Cet or n'appartient pas aux États-Unis mais à des pays étrangers et au FMI. Il pourrait facilement être confisqué par le Trésor américain afin de gérer une situation économique extraordinaire. Environ 3 000 tonnes supplémentaires sont stockées près de l'aéroport JFK, et il existe encore d'autres grands entrepôts de stockage, notamment la chambre forte d'HSBC, à l'angle de la 39<sup>e</sup> rue et de la Cinquième avenue, à New York.

Il est possible que les États-Unis confisquent vraiment tout cet or, le convertissent en propriété de l'État et qu'ils remettent aux anciens détenteurs un reçu, en leur disant qu'ils pourront récupérer leur or conformément à de futures lois qui régiraient un nouveau système monétaire international piloté par les États-Unis.

S'il serait facile de confisquer l'or étranger en dépôt auprès de la Réserve fédérale ainsi que dans d'autres grandes chambres fortes, il serait bien plus compliqué de confisquer celui qui est détenu par les particuliers. En 1933, lorsque Franklin Roosevelt a confisqué l'or des Américains, la confiance du peuple envers le gouvernement était énorme, on pensait que l'économie était en danger et que le Président

savait de quoi il parlait. De nombreux Américains avaient le sentiment que si le Président leur demandait de remettre leur or, alors c'était ce qu'ils devaient faire. Aujourd'hui, le contexte a changé. On ne fait pas confiance au gouvernement, et l'on pense que les politiciens *ne savent pas* de quoi ils parlent. Si l'on demandait aux particuliers de remettre l'or physique qu'ils détiennent, cela pourrait entraîner une désobéissance civile considérable. Alors il est probable que le gouvernement ne tenterait même pas de le faire.

Toutefois, le gouvernement américain pourrait instaurer une taxe sur bénéfices exceptionnels, applicable via les banques et les intermédiaires, et assortie d'une obligation de déclaration. Le gouvernement pourrait exiger que les intermédiaires du marché de l'or déclarent les transactions, les encaissements, les déclarations de revenus 1099<sup>41</sup>. Par ailleurs, il pourrait créer d'autres sources d'information, comme l'obligation de détenir une autorisation fédérale. Grâce à ces informations, le gouvernement pourrait instaurer une taxe sur bénéfices exceptionnels de 90%, applicable sur les ventes réalisées, voire sur les bénéfices latents réalisés via l'or-papier (ce qui forcerait beaucoup de monde à vendre son or pour régler les taxes).

Ceux qui ont investi dans l'or, et qui sont astucieux, le verront arriver. Cette taxe sur bénéfices exceptionnels

41. Déclaration de revenus américaine portant sur les intérêts, dividendes et autres gains réalisés sur des placements. Le formulaire consolidé 1099 regroupe sous un même relevé toutes les informations fiscales relatives en préparation de la déclaration fiscale de fin d'année. Ces informations sont également fournies par l'IRS.

applicable à l'or ne serait pas facile à instaurer par décret présidentiel en raison du contrôle qu'exerce le Congrès sur la fiscalité. Une telle taxe exige une loi. Or, le processus législatif est lent. Les détenteurs d'or seraient donc au courant à l'avance et disposeraient d'un certain temps pour s'y préparer. Cela ne se produira peut-être pas du tout car, normalement, quelques membres du Sénat peuvent stopper net, à eux seuls, ce type de loi.

Il existe un risque plus grave que la confiscation de l'or : le gel des plans d'épargne retraite par capitalisation 401(k) [américains] et des fonds communs de placement. Il existe un risque que le gouvernement américain confisque tous les plans 401(k) de tout le monde, en échange d'une annuité garantie par l'État. Cela convertirait simplement tout le système des plans retraite à cotisation définie en extension de la Sécurité sociale. En temps de crise, on ne peut rien exclure. Il pourrait s'agir de confiscation, de *bail-in*, du gel d'actifs, de taxes spéciales, de taxes sur bénéfices exceptionnels, ou du troc d'actions en échange d'annuités. Dans le contexte d'une crise plus grave que celle de 2008, toutes les techniques de confiscation imaginables sont envisageables.

Lorsque la situation est grave, les gouvernements du monde entier sont prêts à tout. Beaucoup trop d'analystes raisonnent selon la liberté des marchés alors qu'ils devraient raisonner comme des technocrates aux abois. Dans l'esprit des responsables du gouvernement, la continuité de l'État passe avant tout, et l'argent des particuliers n'est pas une priorité.

Les analystes se servent de ce qu'ils ont appris dans les écoles de commerces ou dans les cours d'économie, et analysent la politique en termes de rationalité des marchés et de leur hypothétique efficacité. Le gouvernement ne raisonne pas ainsi. Les gouvernements ne tombent pas sans livrer combat. Si une économie est en difficulté, des émeutes financières éclatent, les gens exigent la restitution de leur argent et les troubles sociaux vont de mal en pis. Il ne faut rien exclure.

## **La guerre contre le *cash***

Outre les guerres des devises et les guerres financières, il se livre également une guerre contre les espèces, le *cash* aux États-Unis<sup>42</sup>. En période d'incertitude économique, cette atteinte au droit d'utiliser librement vos espèces justifie également d'allouer une partie de votre capital à l'or physique.

Il y a beaucoup de bonnes raisons – tout à fait légitimes – de détenir des espèces. Vous pouvez avoir une entreprise qui génère des espèces. Vous pouvez avoir besoin d'espèces en cas d'urgence. Si vous vivez sur la côte Est, comme c'est mon cas, vous êtes exposé aux ouragans et à des vents de nord-est susceptibles de couper le courant pendant des jours ou des semaines (comme cela s'est produit avec l'ouragan Sandy). Lorsque le courant est coupé, les distributeurs de billets et

42. Et partout dans le monde. Voir le site [nonalassociesanscash.fr](http://nonalassociesanscash.fr)

les lecteurs de carte de crédit ne fonctionnent pas. Dans de telles circonstances, il est bon de détenir des espèces.

Néanmoins, nous assistons à une transition accélérée vers les monnaies numériques – ce que l'on appelle une « société sans *cash* ». Les gens disent : « Et alors ? Le tout numérique a l'air si pratique. » Je suis d'accord. J'utilise des cartes de crédit et de paiement, PayPal et Apple Pay, tout comme des dizaines de millions d'Américains. Mais la tendance au « tout numérique » comporte d'importantes conséquences.

Un système entièrement numérique prépare l'économie aux taux négatifs. Le gouvernement pourrait forcer les gens à dépenser de l'argent en confisquant ce qui leur reste encore sur leur compte sous forme de taux d'intérêt négatifs. Au lieu que la banque vous verse des intérêts, elle les ponctionnerait de votre compte. Les espèces permettent aisément de vaincre les taux d'intérêt négatifs. Une personne qui a des espèces n'est pas soumise à des taux d'intérêt négatifs. La suppression des espèces et le fait de forcer tout le monde à intégrer un système entièrement numérique, représentent la première étape vers les taux négatifs : des économistes de premier plan, tels que Larry Summers et Kenneth Rogoff, prônent ce type de mesures.

Le combat contre le *cash* a soi-disant été déclenché pour lutter contre les trafiquants de drogue et les terroristes. Les autorités gouvernementales peuvent toujours dire : « Nous n'avons rien contre les citoyens ordinaires. Nous essayons simplement de mettre la main sur ces méchants trafiquants,

terroristes, fraudeurs, et autres. Voilà pourquoi nous ne voulons pas que les gens détiennent des espèces. »

La guerre contre le *cash* est d'ailleurs plus qu'un prélude aux taux négatifs. L'élimination des espèces facilite les *bail-in*, confiscations et gels de comptes forcés. En vue de bloquer l'argent des déposants, il vaut mieux parquer tout le monde dans un nombre restreint de méga-banques (Citi-bank, Wells Fargo, Chase, Bank of America et quelques autres) qui sont sous la coupe du gouvernement américain. Et là, tout est fin prêt.

Cela rappelle ce qu'il s'est produit pour l'or au début du xx<sup>e</sup> siècle, entre 1900 et 1914. Aux États-Unis, disons en 1901, lorsque vous achetiez quelque chose, vous pouviez sortir de votre poche une pièce d'or de 20 \$ ou une pièce d'argent d'1 \$. Je me souviens que lorsque j'étais enfant, la pièce de 25 cents était encore en argent. Ce n'est que dans les années 1960 que le gouvernement l'a dépréciée en y ajoutant du cuivre, du zinc ainsi que d'autres alliages.

Comment le gouvernement a-t-il poussé les gens à renoncer à leurs pièces d'or ? Les banques ont retiré lentement les pièces de la circulation (tout comme les espèces sont retirées actuellement), les ont fondues et les ont recyclées en barres de 400 onces<sup>43</sup>. Personne ne peut circuler avec une barre de 400 onces dans la poche. Alors on a effectivement déclaré aux gens : « D'accord, vous pouvez détenir de l'or, mais ce

43. Un lingot *Good Delivery* pèse 12,4 kg, contient 400 once troy, et a une pureté en or supérieure à 99,5%.

ne sera plus sous forme de pièces. Ce sera sous forme de barres. Au fait, ces barres coûtent très cher. » Cela voulait dire qu'il fallait énormément d'argent pour se procurer ne serait-ce qu'une barre, et qu'on ne pouvait pas l'emporter n'importe où. On allait devoir la laisser dans une chambre forte, à la banque.

Ce processus a été progressif et on dirait que les gens n'ont pas remarqué que l'on substituait de la monnaie-papier aux pièces d'or car les billets semblaient plus pratiques (tout comme la forme numérique aujourd'hui). Les banques ont créé ces barres d'or de 400 onces et se sont débarrassées des pièces d'or. Au moment où l'or a été prohibé en 1933, il n'y avait plus beaucoup d'or en circulation. Il a été relativement facile de confisquer les barres d'or dans les chambres fortes des banques, en ayant recours à un décret présidentiel.

Le même processus est en marche actuellement. On accepte les substituts numériques de la monnaie-papier car c'est plus pratique. C'est seulement ultérieurement, lorsque la monnaie-papier aura totalement disparu de la circulation, que le gouvernement commencera à confisquer l'argent numérique. On ne pourra plus recourir aux espèces, à ce stade. Lorsque l'on s'en apercevra, ce sera trop tard.

Tout ce processus du passage des pièces d'or au papier adossé à l'or, au papier fiduciaire, puis à l'argent numérique, aura pris environ une centaine d'années. Chaque étape de ce processus permet au gouvernement de confisquer plus facilement votre argent.

En quelque sorte, la boucle est bouclée. J'ai décrit la guerre livrée contre l'or au cours de la première partie du xx<sup>e</sup> siècle. À présent, au xxi<sup>e</sup> siècle, nous assistons à une guerre contre les espèces. Ironiquement, la solution à la guerre contre les espèces consiste à *revenir à l'or*, puisque l'or est à nouveau autorisé. De 1933 à 1975, détenir de l'or était illégal aux États-Unis (et c'est toujours le cas dans de nombreux pays étrangers). Mais à présent, l'or représente un moyen légal de détenir de l'argent. Vous pouvez acheter de grandes barres de 400 onces, si vous le souhaitez. Vous pouvez acheter des barres d'un kilo, qui sont beaucoup plus pratiques que les barres de 400 onces, et vous pouvez également acheter des pièces d'or. Le US Mint vend des pièces d'or d'une once : les pièces *American Gold Eagle* et *American Buffalo*. Toutes deux contiennent une once d'or pur, mais l'*Eagle* contient également des alliages, pour la durabilité.

Il est probablement prudent de détenir des espèces, en plus de l'or, bien que ce soit devenu plus difficile. Pour commencer, vous pouvez aller à votre banque et demander 5 000 \$ en espèces. Cela n'a rien d'illégal mais on vous demandera une pièce d'identité, de signer des formulaires, de répondre à des questions, de déposer des déclarations auprès du gouvernement – probablement un formulaire SAR (*Suspicious Activity Report*<sup>44</sup>). Les montants égaux ou supérieurs à 10 000 \$ sont soumis à une Déclaration de transaction en

44. Déclaration relative à des activités suspectes.



devises (formulaire CTR/*Currency transaction report*). Tout cela est émaillé de déclarations et d'alertes rouges remontant jusqu'au FinCEN (*US Financial Crimes Enforcement Network*) situé en Virginie du Nord, près des services du renseignement américains. Que vous soyez trafiquant de drogue ou pas, votre banque vous traite de la même façon.

Il est probablement trop tard pour amonceler beaucoup d'espèces. La guerre contre le *cash* est terminée et c'est le gouvernement qui a gagné. Mais il n'est pas trop tard pour se procurer de l'or : en tant que réserve de valeur, ce dernier conserve sa propre valeur et n'est pas affecté par la numérisation des autres formes de monnaie.

## **Le retracement**

La résistance de l'or, même après cette considérable baisse des cours de 2011 à 2015, s'explique également par un schéma de *trading* classique, dans l'univers des matières premières : le retracement.

Au cours de l'hiver 2015, j'ai passé deux semaines en République Dominicaine avec Jim Rogers, le célèbre investisseur, spécialisé dans les matières premières et co-fondateur du Fonds Quantum, avec George Soros, son associé.

Peu d'investisseurs ont vécu autant de cycles haussiers et baissiers, et sur autant de marchés, que Jim. Lorsque nous nous sommes rencontrés, l'or était environ à 1 200 \$ l'once.

Plus tard, il a chuté au niveau de 1 050 \$ l'once. Jim m'a dit qu'il conservait l'or qu'il possédait déjà, mais qu'il n'en amassait pas plus à 1 200 \$. Il attendait ce qu'il appelle le « retracement de 50% » et m'a dit que ce serait le signal permettant d'envisager d'en acheter plus. Cette approche d'analyse technique n'a pas modifié notre opinion fondamentale, à savoir que l'or finirait par s'orienter vers un niveau bien plus élevé, à 10 000 \$ l'once peut-être. Ce principe du retracement a plus à voir avec des opportunités de *trading* à court terme, et des points d'entrée optimaux, qu'avec les arguments fondamentaux en faveur de l'or.

Par exemple, si l'or formait un support à 200 \$ l'once, comme il l'a fait à la fin des années 1990, puis augmentait à 1 900 \$ l'or, comme il l'a fait en août 2011, un retracement de 50% le ramènerait à 1 050 \$ l'once, ce qui représenterait un point intermédiaire entre 200 et 1 900 \$. Jim m'a dit qu'il n'avait jamais vu une matière première enregistrer un pic à partir d'un plus-bas sans avoir subi un retracement en cours de route. Ce qui comptait, pour Jim, c'était de continuer à alimenter son portefeuille d'or aux alentours des 1 050 \$.

Ce type de mouvement, ou de volatilité, n'est pas inhabituel, mais les prévisions à long terme ne changent pas car les fondamentaux économiques et les calculs monétaires sont les mêmes. Le cours de l'or, dans un monde où l'on ne ferait plus confiance à la monnaie-papier, serait d'au moins 10 000 \$ et peut-être plus, car un cours élevé serait nécessaire pour rétablir la confiance en cas de crise. Si vous pensez

qu'une crise est peu probable ou que la confiance envers la monnaie-papier persistera indéfiniment, alors peut-être que l'or n'est pas la monnaie que vous devez privilégier. L'histoire montre que les crises et la perte de confiance ne sont qu'une question de temps. Dans ces circonstances, l'or représente la réserve de valeur la plus sûre.

Malgré les inquiétudes des investisseurs à l'égard du retracement, ce qui n'est pas étonnant, le cours de l'or en dollar affiche tout de même une excellente performance de long terme: au moment où je rédige ces lignes, il a augmenté de 450% depuis 1999 et de 3 000% depuis 1971.

L'un des dangers qui guettent les petits investisseurs, c'est que nous nous rapprochons d'un stade auquel l'or va grimper brutalement, et qu'il deviendra peut-être difficile de se procurer de l'or physique. Je ne doute pas que les banques centrales, les fonds souverains et les principaux *hedge funds* soient capables de dénicher de l'or physique à un certain prix. Malgré tout, on sait bien qu'à un moment donné les hôtels des monnaies cesseront les expéditions, que les petits négociants auront des commandes en souffrance et que l'on ne pourra pas se procurer la quantité d'or que l'on souhaite, indifféremment du prix. Voilà pourquoi, également, c'est une bonne idée d'acheter de l'or en ce moment, afin de ne pas être pris au dépourvu lorsque les cours commenceront à flamber de façon incontrôlée et désordonnée.

Je n'ai aucun doute sur le fait que les banques centrales, les fonds souverains et les gros *hedge funds* arriveront à se

procurer de l'or au prix du marché. Mais il arrivera peut-être un moment où les hôtels des monnaies cesseront les expéditions, où les petits négociants seront en rupture de stock et où vous n'arriverez pas à acheter de l'or en quantité souhaitée et au prix voulu. C'est pour cela que je pense qu'il faut commencer à intégrer de l'or dans vos actifs maintenant, afin de ne pas rester sur la touche quand l'or commencera à s'envoler de manière incontrôlée et désordonnée.

## **Conclusion**

En tant qu'investisseur du XXI<sup>e</sup> siècle, je ne veux pas que la totalité de mon argent soit numérisé. Je souhaite qu'une partie de mon argent conserve une forme tangible, telle que l'or. On ne peut pas pirater l'or, vous ne pouvez pas effacer l'or de façon numérique, et vous ne pouvez pas l'infecter avec un virus informatique, pour la bonne raison que c'est quelque chose de physique.

Considérant les turbulences qui secouent le système monétaire international à l'heure actuelle, via les guerres des devises, les guerres cyber-financières et la guerre contre le *cash*, je prévois toujours que l'or s'oriente vers un cours en dollar beaucoup plus élevé dans un avenir proche. Les circonstances et conditions économiques qui ont donné lieu à cette analyse n'ont pas changé. La résistance de l'or en période de turbulences a été prouvée à maintes reprises.



## COMMENT ACQUÉRIR DE L'OR ?

### **Le marché de l'or**

Le marché de l'or est insolite, comparé aux marchés actions, obligataires ou au marché des matières premières. D'une part, il est très liquide : l'or peut aisément être catégorisé parmi les actifs liquides. La liquidité signifie que l'on peut acheter et revendre de l'or relativement facilement et en impactant peu le marché. Votre transaction ne fera pas décaler le marché et vous n'aurez aucun mal à trouver une contrepartie.

D'autre part, le marché de l'or est très étroit. Cela signifie que les volumes d'échange sont plutôt modestes par rapport au volume total de l'or. C'est en cela que ce marché est insolite car, normalement, les marchés étroits ne sont pas si liquides. Dans le cas de l'or, il s'agit d'un marché peu profond en volume, mais liquide en termes d'intervenants. Il s'agit-là d'un mélange peu ordinaire.

Je n'ai jamais été témoin de situations où un vendeur n'arrivait pas à vendre son or et où un acheteur ne parvenait pas à en acheter. Mais l'or physique ne s'échange pas tant que ça par rapport à la totalité des réserves d'or existant dans le

monde. L'étroitesse du marché de l'or est imputable au fait que la plupart des détenteurs d'or, qu'il s'agisse des banques centrales ou des jeunes mariées en Inde, sont des détenteurs à long terme et ne cherchent pas à réaliser des transactions rapides, telles qu'on peut en voir sur les marchés actions ou sur les devises.

Cela signifie que la liquidité que l'on a aujourd'hui pourrait facilement se tarir en cas de vague d'achats frénétiques. Soudain, des millions de personnes voudraient acheter de l'or mais les détenteurs à long terme refuseraient de le vendre, même si les cours s'envolaient. Normalement, des cours élevés poussent les vendeurs à faire un pas en avant afin de rétablir l'équilibre. C'est la fonction de base de l'offre et de la demande, l'une des premières choses que l'on apprend en suivant des cours d'économie. Mais si ces « cours plus élevés » reflètent une véritable perte de confiance vis-à-vis des devises, alors rien ne pourra faire céder les vendeurs potentiels, quelles que soient les sommes proposées en monnaie-papier. Les cours élevés pourraient même les *dissuader* encore plus de vendre, car ils y verraient un signe d'effondrement total. À ce stade, seules des ventes massives d'or détenu par l'État, ou bien l'instauration d'un nouveau cours fixe, permettraient de stopper cette vague d'achats-paniques.

Quelle pourrait être la cause de cette panique à l'achat, en réalité ?

On pourrait avoir une crise du crédit et un *bank run* en Chine. Nous en avons déjà eu des signes précurseurs d'un

effondrement à la mi-2015. La Chine contrôle toujours étroitement ses mouvements de capitaux, si bien que les petits investisseurs chinois ne peuvent investir à l'étranger. L'investisseur chinois *lambda* a déjà perdu de l'argent sur les actions et l'immobilier. En outre, les banques ne rémunèrent pas beaucoup l'épargne. Alors que peut bien faire un investisseur chinois ? Il achète de l'or.

J'ai rencontré un *trader* spécialisé dans les matières premières, à Hong Kong, qui travaille dans l'une des plus grandes banques du monde intervenant également sur le marché de l'or. Il prévoit un choc de la demande provenant de la Chine et susceptible de se muer en vague d'achats frénétiques.

Selon un autre scénario, un grand acteur du marché de l'or pourrait être dans l'incapacité de livrer un client majeur. Le fait d'apprendre ce défaut de livraison (cela finit toujours par se savoir) provoquerait immédiatement une perte de confiance vis-à-vis de l'or-papier, et ce serait la foire d'empoigne pour convertir en or physique les contrats d'or-papier, en exigeant la livraison auprès des entrepôts associés aux contrats et dans les chambres fortes des banques. Cela provoquerait de nouveaux défauts de livraison car il n'y aurait tout simplement pas assez d'or pour tout le monde. Les dépositaires et les places boursières auraient recours aux clauses de *force majeure* stipulées dans les contrats, afin d'annuler leur obligation de livraison et effectuer un règlement financier. Cela ne ferait qu'aggraver la panique, les investisseurs



se rendant compte qu'ils ne verraient jamais cet or, ils se tourneraient alors vers d'autres sources afin d'acheter plus d'or physique pour compenser. Cela dégénérerait rapidement en nouvelle frénésie d'achats.

Sur un plan technique et à court terme, je pense que les cours de l'or vont augmenter progressivement puis que, brutalement, le rythme va s'accélérer et passer dans une phase hyperbolique – de super pic – que nous appelons des achats-paniques. Le problème, c'est que beaucoup de monde va vouloir suivre le mouvement. Mais, à ce stade, vous ne pourrez pas vous procurer d'or. Peut-être qu'à un moment donné, l'offre d'or physique sera si réduite que vous ne pourrez tout simplement *pas* en acheter, même à un prix très élevé.

Par conséquent, certains investisseurs se posent la question suivante : « Combien de temps me reste-t-il pour acheter de l'or avant qu'il n'y en ait plus. »

La réponse va de soi. Si vous vous demandez combien de temps il vous reste, alors voici la réponse : *mais qu'attendez-vous ?* Vous devriez acheter un peu d'or physique dès maintenant et vous tranquilliser. N'essayez pas d'identifier le *timing* de ces achats-paniques : lorsque nous en serons là, il sera déjà trop tard. Les petits investisseurs ne pourront pas se procurer d'or physique. Ce ne sera pas une question de cours. Vous ne pourrez pas en trouver. Par prudence, il vaut mieux acheter de l'or maintenant, le conserver en lieu sûr et, ainsi, lorsque ce mouvement frénétique se produira, vous serez tranquille.

## **Comment acquérir de l'or ?**

### *Le stockage*

Vos choix, concernant le stockage de votre or physique, dépendent énormément de la quantité détenue. S'agit-il de 5 pièces d'or d'une once ou bien de 100 M\$ en barres de 1 kg ? Lorsque l'on gère ces gros montants, il vaut mieux stocker l'or chez un tiers, à moins d'être prêt à vous offrir votre propre chambre forte personnelle munie de multiples périmètres de sécurité.

En ce qui concerne le stockage chez un tiers, je recommande de s'adresser à des sociétés spécialisées dans le stockage de l'or, et de ne pas stocker l'or dans des banques. En effet, les banques sont soumises à une lourde réglementation et l'or qui y est stocké peut facilement être confisqué par l'État. Dans le contexte d'une crise financière, je m'attends à des gels d'actifs et à des confiscations. Donc, si votre or est stocké ailleurs que dans une banque, vous aurez de meilleures chances de survivre à cela.

Il existe énormément de sociétés réputées<sup>45</sup>, dans ce domaine. Prenez soin de recueillir l'avis d'autres clients et de vérifier les contrats d'assurance de l'exploitant des coffres-forts. Vérifiez bien que les limites de l'assurance sont assez élevées et que l'assureur est une compagnie solidement établie. Observez depuis combien de temps cette chambre forte est en activité.

45. En France, nous avons l'habitude de travailler avec [aucoffre.com](http://aucoffre.com), [pieces-or.com](http://pieces-or.com), [or.bullionvault.com](http://or.bullionvault.com) et [goldbroker.com](http://goldbroker.com)

Tout exploitant de chambre forte digne de ce nom vous permet de visiter le site et d'inspecter les mesures et procédures liées à la sécurité. Par exemple, le quai de chargement intérieur doit être situé selon un angle droit par rapport aux portes extérieures, afin que l'on ne puisse pas utiliser de voiture-bélier pour enfoncer les deux jeux de portes.

En ce qui concerne le choix d'une chambre forte, je prodigue le même conseil que pour tout type de décision professionnelle. Étudiez la réputation de l'entreprise, privilégiez celles qui existent depuis longtemps, qui bénéficient de références, d'une assurance et d'une garantie. Ne vous adressez pas à un exploitant de chambre forte opportuniste qui vient juste de se lancer. Peut-être n'est-il pas véreux, mais comment pouvez-vous vraiment le savoir ? Ne vous adressez qu'à des dépositaires solidement établis. Brinks, Loomis et Dunbar sont des sociétés solidement établies aux États-Unis, mais il existe beaucoup d'autres petites entreprises ayant une bonne réputation et des sites satisfaisants. Neptune Global et Anglo Far-East proposent tous deux des possibilités d'achat et de stockage : vous êtes le propriétaire direct de l'or mais ils gèrent tout.

Il existe une autre façon de détenir de l'or physique, sans devoir le stocker soi-même : en investissant dans un fonds or offrant une logistique sécurisée et la possibilité d'être remboursé immédiatement en or ou en espèces. Techniquement, vous êtes propriétaire d'unités du fonds, et non de l'or en lui-même. Mais ces fonds ne sont pas comme les ETF, les

*futures* ou autres contrats LBMA d'or non alloué. Le type de fonds que je recommande ne possède que de l'or, entièrement alloué, qu'il peut vous livrer du jour au lendemain, à votre demande, en remboursement de vos unités. Physical Gold Fund et Sprott sont tous deux recommandés pour ce type d'investissement.

En ce qui concerne les juridictions, il y a des compromis. Beaucoup d'investisseurs débattent des différents avantages offerts par la Suisse, Singapour, Dubaï ainsi que quelques autres pays privilégiés. Beaucoup écartent les États-Unis que l'on estime les plus à même de confisquer l'or (ils l'ont déjà fait). Le problème, c'est que vous voudrez récupérer votre or au moment où les conditions sociales se dégraderont rapidement. Il pourrait y avoir des émeutes et des coupures de courant. Si vous vivez aux États-Unis, comment ferez-vous pour vous rendre en Suisse et récupérer votre or ? Mes amis fortunés me disent qu'ils utiliseront leurs jets privés, mais ils oublient qu'on ne peut pas faire le plein d'un jet lorsque le courant est coupé et que les pompes ne fonctionnent pas. La Suisse est peut-être le choix le plus sûr à court terme (c'est le cas) mais, à long terme, ce n'est pas ce qu'il y a de plus pratique si les réseaux de transport se dégradent au même rythme que la société civile.

Les plans catastrophes sont compliqués à élaborer. Vous ne pouvez pas vous contenter de n'étudier qu'une ou deux éventualités catastrophiques : il faut toutes les prendre en considération afin d'évaluer votre situation.

Pour ceux qui détiennent beaucoup d'or, l'approche prudente consiste à en déposer une partie en Suisse, dans des chambres fortes situées ailleurs que dans des banques (afin de se protéger d'une confiscation américaine éventuelle) et d'en conserver une partie plus près de chez vous (comme solution de rechange si la Suisse devient inaccessible). Si vous possédez une modeste quantité d'or, une chambre forte située près de chez vous et en dehors des banques, sera la meilleure solution. La meilleure garantie de sécurité, c'est de ne dire à personne que vous possédez de l'or.

L'État du Texas est en train de construire un entrepôt de stockage d'or indépendant du système bancaire. Le Texas s'appuiera sur sa souveraineté et sur le Dixième Amendement de la Constitution américaine afin de résister aux tentatives de confiscation menées par le gouvernement fédéral. C'est une solution qui vaut vraiment la peine d'être étudiée. Cela se situe à un ou deux jours de voiture de toute ville des États-Unis. En cas de situation extrême, vous devriez pouvoir vous rendre au Texas en voiture, récupérer votre or et rentrer chez vous avant que les autoroutes ne soient fermées. Si les autoroutes sont embouteillées, alors prenez une moto.

Si l'on écarte les scénarios catastrophes, le pays que je privilégie le plus pour le stockage d'or est la Suisse. Un citoyen américain ne devrait même pas songer à ouvrir un compte bancaire en Suisse. Même si vous le faites de façon tout à fait légale et que vous respectez les obligations de déclaration, cela suscite énormément de surveillance et de suspicions de

la part du gouvernement américain. En plus, les banques suisses ne veulent pas vraiment avoir affaire à vous, en ce moment – et ce pour les mêmes raisons. Mais les comptes liés au stockage de l'or, ouverts auprès de dépositaires extérieurs au système bancaire, ne sont pas des comptes en banque et ils ne produisent aucun revenu. Ils ne sont donc pas soumis à l'impôt sur les revenus. Ils devraient être accessibles aux citoyens américains.

Mais tout dépend de la quantité d'or que vous possédez. Si vous avez 20 pièces de 1 once d'or, cela représente environ 25 000 \$. Vous n'avez pas forcément besoin d'une chambre forte en Suisse. Si vous avez beaucoup plus d'or, comme des barres de 400 onces ou de 1 kg, alors vous pouvez envisager la Suisse. C'est un État de droit, politiquement stable, neutre, doté de bonnes infrastructures, d'une armée bien entraînée et qui n'a pas été envahi depuis plus de 500 ans.

Singapour possède de nombreux avantages communs à la Suisse: un État de droit stable mais dans un voisinage moins favorable. Singapour est proche de la Thaïlande et de la Malaisie – donc de leur instabilité politique – mais aussi dangereusement proche de la Chine communiste. L'Australie est également une bonne solution mais, bien sûr, c'est loin de tout. (L'Australie est une bonne solution si vous vivez dans ce pays.)

En 2013, j'ai visité des chambres fortes, en Suisse, près de Zurich, où Physical Gold Fund stocke son or, en fait. J'ai effectué ce déplacement avec les représentants de ce fonds et

nous étions accompagnés de deux associés du cabinet Ernst & Young, les commissaires aux comptes du fonds. Nous étions là pour inspecter et vérifier l'or détenu par le fonds pour le compte de ses investisseurs.

L'exploitant de la chambre forte a apporté l'or sur des palettes, à l'aide d'un chariot de levage, et l'a placé sur une estrade afin qu'il soit inspecté. Le personnel de la chambre forte a rompu les scellées placées sur la caisse de bois renfermant l'or et ôté le couvercle. À l'intérieur, nous avons découvert des barres d'or portant des numéros de série, des dates, des cachets de la raffinerie, des poinçons, et des chiffres indiquant le poids et la pureté. Les commissaires aux comptes ont comparé leurs registres-papier aux véritables barres et confirmé qu'il n'en manquait aucune et qu'elles étaient dûment comptabilisées. C'était fascinant à observer. C'est dommage que le gouvernement américain ne soit pas aussi transparent que ce fonds privé au sujet de ses propres réserves d'or.

Certaines caractéristiques de la chambre forte semblent sortir tout droit d'un roman d'espionnage. Par exemple, des portes de garage extérieures s'ouvrent pour que des véhicules blindés entrent dans la chambre forte. Vous vous dites : « Et si je prenais un bélier et que je défonçais la porte pour entrer ? » Eh bien, de l'autre côté de la porte se trouve une autre porte. On abaisse la première porte, derrière vous, et on ouvre la deuxième porte devant vous. Vous entrez dans une autre aire de chargement et vous vous trouvez face à des

barrières en béton armé. Alors si vous comptiez utiliser un bélier, vous n'iriez pas très loin. Dans la mesure où l'or est déchargé du camion selon un angle à 90 degrés, tout véhicule qui tenterait de forcer le passage se retrouverait rapidement dans une impasse.

Même à ce stade, vous n'avez pas encore pénétré dans la chambre forte. Il y a des sas spéciaux, où l'or est déposé d'un côté, une porte en acier se referme et quelqu'un le récupère de l'autre côté. Il y a également des caméras de sécurité, des détecteurs de mouvement et des fils barbelés (munis de lames de rasoir) sur tout le site, sans parler des vitres pare-balles en Kevlar, des gardes armés et des périmètres aux multiples niveaux de sécurité. Il est difficile d'imaginer plus de sécurité.

Nous avons pu rencontrer des responsables du coffre, discuter et apprendre certaines choses. Ils constatent actuellement des flux réguliers provenant des entrepôts des banques à destination des entrepôts privés. Théoriquement, les entrepôts des banques sont tout aussi valables, dans la mesure où leurs chambres fortes sont aussi sécurisées. Mais la question n'est pas là. Dans la situation actuelle, les banques sont lourdement réglementées par les États, partout dans le monde. De fait, l'or qui y est stocké pourrait être saisi ou, du moins, serait plus facile à saisir le moment venu.

Les banques peuvent faire faillite et vos avoirs en or, qu'elles conservent, se trouver bloqués le temps d'une procédure judiciaire. Votre or peut également subir un *bail-in*, comme cela s'est produit à Chypre, ou bien être considéré



comme un actif non garanti et utilisé aux fins de recapitaliser la banque. Au lieu de récupérer votre or, vous vous retrouvez avec des actions bancaires qui ne valent rien. Avec les entrepôts privés, ces problèmes ne peuvent pas se produire. En raison de ces préoccupations, les opérateurs privés ne cessent de construire de nouvelles chambres fortes.

Nous nous sommes rendus également dans l'une des plus grandes raffineries d'or, en Suisse, où l'on nous a dit la même chose. Nous avons pu observer l'activité de l'intérieur, et parler de façon très constructive et assez prolongée avec de hauts responsables. Le processus de raffinage est largement automatisé, de nos jours, et les sites tournent au maximum de leurs capacités, vingt-quatre heures sur vingt-quatre. En dépit des moyens déployés, ils ne peuvent satisfaire toute la demande.

Avec toutes ces raffineries qui produisent une telle quantité d'or, d'où provient l'or à raffiner ? Il existe trois sources principales. L'or semi-raffiné, que l'on appelle le « doré », représente l'une de ces sources. Il contient environ 90% d'or pur et provient des mines. Ensuite, il y a « l'or recyclé » : les bagues, les bracelets, les colliers, entre autres, provenant de différentes sources. Et, enfin, les barres existantes, qui sont converties en barres plus petites. Ces barres « *good delivery* » de 400 onces, de la London Bullion Market Association (LBMA), sont transformées en barres de 1 kg selon les spécifications chinoises.

Une grande partie des activités des raffineries consiste à fondre des barres de 400 onces afin de les convertir en

nouvelles barres de 1 kg. Les raffineurs améliorent également la pureté de l'or, en l'élevant de 99,5% à 99,99%. C'est ce que l'on appelle les « 4 neuf », dans ce domaine, et c'est la norme de production privilégiée par la Chine.

En fait, la Chine abandonne la norme LBMA et redéfinit la notion de « *good delivery* » sur le marché mondial. Elle procède de plusieurs façons : via le marché de l'or de Shanghai, les *futures* sur l'or du marché à terme de Shanghai, ses propres raffineries, ses propres estampilles et ses propres spécifications. Dans le monde, Shanghai est en train de devenir la place centrale du marché de l'or, devant Londres.

### *Les actions des mines d'or*

Nous nous sommes focalisés sur l'or physique et ses dérivés-papier, comme les ETF et les contrats à terme. Mais l'or est aussi présent sur les marchés actions sous formes de titres de compagnies minières.

J'ai fait énormément de recherches, écrit et parlé de l'or, mais je m'intéresse presque toujours au métal physique, aux dérivés et à l'utilité de l'or en tant qu'actif monétaire. Je ne me considère pas comme expert en minières. Je ne sélectionne pas les actions. Je ne suis pas non plus analyste financier au sens conventionnel du terme : j'effectue des analyses macro-économiques globales. Avec l'or, je raisonne dans un contexte monétaire. Pour autant, les marchés financiers sont si interconnectés, de nos jours, que la dimension macro affecte plus que jamais la dimension micro. C'est donc sur

cette base que je suis en mesure de livrer quelques réflexions concernant les actions des compagnies minières.

Dans une large mesure, les actions des compagnies minières suivent l'évolution de l'or, mais elles sont plus volatiles. Traditionnellement, les minières sont décrites comme un pari sur l'or physique à effet de levier. Certaines raisons techniques expliquent cela, notamment la différence entre les coûts fixes et les coûts variables mais, en gros, lorsque l'or augmente, les actions minières augmentent encore plus. Lorsque l'or baisse, les minières peuvent sous-performer et baisser encore plus vite que l'or physique. Les minières, c'est un peu comme de l'or sous stéroïdes.

En l'état, l'or est déjà assez volatil. La plupart des investisseurs n'ont pas envie d'ajouter un effet de levier implicite sur l'or en se lançant dans le secteur des mines d'or. Si vous voulez tirer parti de votre position sur l'or, vous pouvez trouver d'innombrables leviers en ayant recours aux *futures*, ou en achetant des ETF avec effet de levier. Cela vous donnerait une idée de ce qu'est l'investissement sur une mine.

Certes, les minières se distinguent, en tant que classe d'actifs, dans la mesure où elles possèdent des caractéristiques qui leur sont propres. En d'autres termes, une mine n'est pas un actif générique comme le sont les *futures* ou les indices. Chaque compagnie minière a des fondamentaux qui lui sont propres, liés à la qualité de son minerai, à la compétence de ses dirigeants, à sa santé financière, ainsi qu'à d'autres facteurs uniques.

L'un des problèmes de l'investissement sur des minières est le suivant : beaucoup d'investisseurs ne considèrent pas les minières de façon spécifique, mais de façon générique. Ils se disent : « Tiens, je vais investir dans les *minières* », comme si elles étaient toutes identiques. Or, ce n'est pas le cas.

Certaines minières sont des sociétés bien gérées, bien établies et dotées d'une solide capitalisation. Elles existent depuis longtemps et devraient exister encore longtemps. D'autres sont très spéculatives. D'autres, encore, sont des imposteurs.

Comment opérer le tri entre les sociétés bien gérées et celles qui sont véreuses ? Vous pouvez le faire, c'est un travail ardu. Il faut certainement rencontrer l'équipe dirigeante, se rendre sur place, éplucher les rapports financiers (y compris les notes de bas de page), assister aux réunions d'investisseurs, et écouter les téléconférences de la direction. En gros, il faut être analyste financier. C'est ma formation, mais je ne réalise pas ce type d'analyses car ce n'est pas ma spécialité.

Certaines personnes effectuent des analyses sérieuses, concernant les compagnies minières : notamment John Hathaway et ses confrères de Tocqueville Gold Fund, ainsi que Doug Casey et son équipe de Casey Research.

En ce qui me concerne, je préfère l'or physique. Si vous souhaitez investir dans le secteur des mines d'or, je vous recommande de vous en tenir à des sociétés dotées de capitalisations boursières de type *large-cap* et *mid-cap*. Voici pourquoi : les minières de type *micro-cap* ou start-up ont presque toutes été en difficulté. Nous savons tous de quelle

façon ce secteur s'est comporté et comment ces actions se sont effondrées. Beaucoup d'entre elles ont baissé de 95% par rapport à leurs plus-hauts. Les gens se disent que si elles se sont suffisamment effondrées, c'est peut-être le moment d'en acheter. Or, le meilleur moment, pour les acheter, c'est *après* qu'elles ont fait faillite. Les *Master Limited Partnerships*, les *roll-up*, et les sociétés de plus grande envergure recherchent de bonnes affaires et trient sur le volet les meilleurs actifs parmi ceux qui sont en difficulté.

Les banques et les grandes compagnies minières ne sont pas là pour faire plaisir aux petites minières. Les investisseurs ont tendance à penser qu'ils peuvent acheter « à la baisse » et surfer sur la hausse. Parfois, c'est le cas. Mais les investisseurs les plus rusés, les grandes compagnies minières et les prédateurs tels que Goldman Sachs, préféreraient que ces petites minières soient poussées à la faillite et que leurs actifs fassent l'objet d'une vente sur faillite. Vous ne pourrez rien récupérer, si vous êtes devenu actionnaire d'une minière endettée avant sa mise en liquidation judiciaire.

## **L'absence de corrélation de l'or et du marché actions**

Beaucoup d'investisseurs pensent que l'or et les actions sont interchangeables. Selon eux, lorsque tout va bien – c'est-à-dire en période de forte croissance économique, de faiblesse du chômage et de stabilité des prix – il faut privilégier les

actions à l'or. Mais lorsque les choses sont instables, que l'inflation s'emballe, ou que l'économie est très incertaine, ils préfèrent se débarrasser des actions et se tourner vers des valeurs refuges telles que l'or.

Certains investisseurs ont même suggéré, en fait, que je les contacte la veille d'un effondrement boursier afin qu'ils vendent leurs actions et achètent de l'or, pile au bon moment.

Bien entendu, cela ne marche pas comme ça. Je ne saurai pas quand cela va se produire. En revanche, j'ai une idée de l'ampleur de l'effondrement qui nous guette et de ses conséquences. L'effondrement se produira tôt ou tard ; peut-être dans des mois, ou dans 1 an, ou 2. Il est peu probable que nous tenions 5 ans sans vivre une grave crise financière. Quelle que soit la date spécifique de cet effondrement, c'est maintenant qu'il faut s'y préparer. Je ne connaîtrai pas la date avant vous, mais je fais de mon mieux pour me préparer.

Jusqu'à ce que la crise débute, il n'y a aucune corrélation particulière entre l'or et les actions. Parfois, les actions et l'or augmentent en même temps (c'est quelque chose de probable en début d'inflation) et, parfois, l'or augmente alors que les actions baissent (en période de crise ou en fin de période d'inflation). À d'autres moments, l'or baisse et les actions augmentent (lorsque l'économie est forte et que les taux d'intérêt réels sont positifs). Enfin, l'or et les actions peuvent baisser en même temps (en période de déflation). Bref, l'or et les actions évoluent dans différentes directions en réaction à différentes situations sans aucune corrélation à long terme.

On pourrait avoir, par exemple, une amélioration de la croissance économique nominale accompagnée d'une hausse de l'inflation. Dans ce contexte, les actions et l'or augmenteraient en même temps, car ceux qui investiraient sur des actions enregistreraient des rendements plus élevés en raison de l'inflation, tandis que ceux qui investiraient sur l'or se couvriraient avec ce dernier, en anticipant une aggravation de l'inflation.

D'un autre côté, si l'inflation s'emballa et que la Fed a un métré de retard, l'inflation commencera à détruire la formation de capitaux ainsi que presque toutes les formes de richesses. Cela pourrait aboutir à une stagflation, contexte où il n'y a pas de croissance mais de l'inflation. Ce serait semblable à ce qu'il s'est produit entre 1975 et 1979. Dans ce contexte, l'or augmenterait pour de très bonnes raisons, également fondamentales.

Je ne vois donc aucune corrélation entre les actions et l'or. Tous deux ont leur place dans un portefeuille d'investissements choisis avec soin. Par exemple, je recommande certains *hedge funds* et d'autres types d'investissements contenant des actions. Ces fonds sont notamment les fonds de placement *long-short*, et de grands fonds internationaux réalisant des paris directionnels.

Il n'y a rien à dire contre les actions liées à des actifs tangibles sous-jacents. Le fait que Warren Buffett achète des actifs de type chemin de fer, pétrole et gaz naturel, l'illustre parfaitement. Warren Buffett est un investisseur

conventionnel, s'agissant des actions, mais il rachète de grandes sociétés qui disposent d'actifs tangibles tels que l'énergie, le transport, ainsi que les terrains sur lesquels ces activités sont exploitées, et ces actions devraient très bien s'en sortir dans un contexte inflationniste. Le portefeuille idéal contient un savant mélange d'actifs dans lequel l'or représente une part de 10%.

## L'or au sein d'un portefeuille bien équilibré

En ce qui concerne le cours de l'or, mes prévisions à moyen terme n'ont pas changé en dépit de la volatilité et du retrace-ment de son cours nominal en dollar. L'or finira par atteindre la fourchette des 10 000 \$ l'once. Cela se produira, soit parce que les banques centrales seront parvenues à déclencher l'inflation, soit parce qu'elles auront échoué et finiront par se tourner vers l'or en tant que *monnaie* génératrice d'inflation en dernier ressort (comme Franklin D. Roosevelt l'a fait en 1933). Dans les deux cas, les banques centrales finiront par obtenir l'inflation dont elles ont besoin afin que les niveaux d'endettement soient soutenables. C'est un processus que l'ex-gouverneur de la Réserve fédérale, Frederic Mishkin, a qualifié de « domination budgétaire ».

Un nouvel étalon-or ou, du moins, un système monétaire arrimé à l'or, sera peut-être nécessaire dans un contexte d'inflation et de domination budgétaire où les banques centrales



ont recours à l'or afin de, soit déclencher l'inflation, soit de rétablir la confiance après que l'inflation se soit emballée.

L'analyse du cours implicite est simple. Il s'agit du ratio de monnaie-papier par rapport aux réserves d'or physique dans le monde. On connaît aussi bien les chiffres relatifs aux réserves d'or (à l'exception des réserves chinoises non déclarées), que ceux concernant la masse monétaire officielle.

Il convient d'établir certaines hypothèses. Par exemple : quels sont les pays qui intégreraient ce nouvel étalon-or ? Quelle serait la définition appropriée de la masse monétaire (par exemple : M0, M1, M2, etc.) ? Quel ratio or/monnaie faudrait-il afin de préserver la confiance vis-à-vis de ce nouveau système d'étalon-or (20%, 40%, par exemple) ? Sous réserve de rassembler les données et de formuler ces hypothèses, le calcul est simple. Un cours de l'or, implicite et non déflationniste, à 10000 \$ l'once découle d'une hypothèse selon laquelle les États-Unis, la zone euro et la Chine adhèreraient tous à un étalon-or, et que la masse monétaire M1 soit adossée à l'or à hauteur de 40% pour arriver au bon ratio monnaie/or. D'autres hypothèses produisent des résultats différents, certains allant jusqu'à 50000 \$ l'once, si l'on s'appuie sur la masse monétaire M2 qui serait adossée à l'or à 100%. Nous n'y sommes pas encore – cela ne se produira peut-être pas d'ici plusieurs années – mais nous en prenons le chemin. Il se pourrait tout de même que ce soit un chemin assez tortueux.

En attendant, ceux qui investissent sur l'or devraient respecter quelques règles simples. L'or est volatil lorsqu'il est

exprimé en dollar, alors je recommande de ne pas recourir à l'emprunt pour investir sur l'or. Lorsque l'on utilise de l'argent emprunté, une marge, ou que l'on mise sur le marché des *futures* ou des options, on s'appuie sur un effet de levier qui amplifie la volatilité sous-jacente. D'abord, l'or est suffisamment volatil en soi sans qu'il soit nécessaire d'en rajouter.

Ensuite, j'ai régulièrement recommandé une modeste allocation de 10% de vos actifs disponibles (adaptée à la plupart des investisseurs), ou de 15 à 20% pour les investisseurs plus dynamiques. Je n'ai jamais dit, et je ne le dis pas non plus aujourd'hui, qu'il faut tout vendre pour acheter de l'or. Je ne crois pas qu'il soit nécessaire de tout miser sur quoi que ce soit.

À titre de comparaison, les institutions à travers le monde possèdent seulement une allocation d'or d'environ 1,5%. Même si vous prenez ma recommandation prudente de 10% et que vous la réduisez à 5%, cela représente encore trois fois plus que l'or détenu réellement par ces institutions.

Cette allocation de 10% est censée s'appliquer à vos actifs disponibles, soit la partie liquide de votre portefeuille. Il faut exclure de vos actifs disponibles votre résidence principale ainsi que toute action provenant de votre entreprise. Vous possédez peut-être un restaurant, un pressing ou une pizzeria, ou bien vous êtes peut-être concessionnaire automobile, médecin ou dentiste. Quel que soit le capital rattaché à l'exercice de l'activité représentant votre gagne-pain, il ne doit pas être compris dans le panier de vos actifs disponibles.

La même chose s'applique à votre maison. Tout ce qu'il reste, une fois que vous avez exclu votre entreprise et votre maison, représente vos actifs disponibles. Je recommande de placer 10% de ce montant dans l'or.

Si l'or représente 10% de votre capital disponible et qu'il baisse de 20%, alors la perte enregistrée par votre capital n'est que de 2%. Ce n'est pas comme si vous aviez tout perdu. En revanche, si l'or augmente de 500%, comme je le pense, alors vous vous en sortirez plutôt bien, avec cette allocation de 10%. Ce seul investissement rapportera un gain de 50%, pour votre portefeuille. Je recommande une allocation de 10% en raison de l'asymétrie du potentiel de hausse par rapport au potentiel de baisse. Une fois ces trois règles fixées – l'or est volatil, évitez d'emprunter et maintenez votre allocation à 10% – vous êtes prêt à affronter la tempête.

Autre conseil important: restez concentré sur le long terme et ne vous laissez pas distraire par les hauts et les bas journaliers qu'enregistre le cours de l'or en dollar. Nous savons déjà qu'il est volatil. Plus important encore, le dollar lui-même est un actif qui est menacé, ce qui n'est pas le cas de l'or. Le fait que le cours de l'or en dollar connaisse des hauts et des bas un jour donné ne sera pas jugé pertinent une fois que la confiance vis-à-vis du dollar se sera envolée. Personne ne se préoccupera du dollar, à ce stade, tout le monde voudra uniquement de l'or.

## CONCLUSION

Mes modèles relatifs au risque systémique des marchés financiers indiquent que des événements désastreux pourraient se produire dans un proche avenir, notamment l'effondrement du système monétaire international. Pour autant, nous ne sommes pas démunis. Nous ne sommes pas forcément des victimes. Nous pouvons voir cet effondrement arriver et prendre des mesures, à l'avance, afin de préserver notre argent.

Les investisseurs peuvent toujours prendre certaines mesures. En outre, certaines classes d'actifs spécifiques, notamment l'or, résistent bien aux situations extrêmes. Il est possible de recourir à certaines stratégies d'investissement afin de préserver tout d'abord votre argent, voire, ensuite, de le faire fructifier et de vous enrichir dans un contexte de chaos. Des investisseurs tels que Warren Buffett, entre autres, le font depuis des dizaines d'années, et les Chinois le font actuellement avec leurs acquisitions d'or.

J'analyse le risque grâce à des modèles comme la théorie de la complexité et j'évalue les événements en m'appuyant sur des modèles mathématiques basés sur la probabilité inverse.

La mesure la plus importante, en matière de théorie de la complexité, c'est l'échelle. Qu'est-ce que l'échelle d'un système ? C'est un terme technique qui désigne la combinaison de la dimension de ce système et de sa fonction de densité – ou degré de connexité étant donné sa dimension.

L'événement le plus extrême qui puisse se produire, au sein d'un système complexe en état critique, c'est lorsqu'une fonction exponentielle s'applique à son échelle. Cela signifie que lorsque vous doublez l'échelle systémique, le risque fait plus que *doubler*. Il peut augmenter dans une proportion bien supérieure.

Or, depuis 2008, les banques ont largement amplifié l'échelle du système financier, et les régulateurs ont fermé les yeux. Ces banques *too-big-to-fail* de 2008 sont à présent encore plus importantes qu'à l'époque, de même que la proportion des dérivés dans leurs comptes. C'est un peu comme si l'on dépêchait le Génie militaire pour qu'il agrandisse la faille de San Andreas. Nous savons que la faille de San Andreas, en Californie, peut provoquer d'énormes tremblements de terre. Nous ne connaissons pas encore le timing exact du prochain grand séisme mais personne ne pense que ce soit une bonne idée d'agrandir cette faille. C'est pourtant ce qu'il se produit au sein du secteur financier : on agrandit la faille en permettant aux banques de devenir encore plus importantes, aux dérivés de prendre encore plus d'ampleur et aux actifs financiers d'être concentrés entre quelques mains.

En utilisant ces simples données d'échelle et de densité au sein d'un système complexe, on voit aisément que le prochain effondrement financier sera exponentiellement plus important que la crise de 2008, car le système a démesurément augmenté. Les régulateurs ne comprennent tout simplement pas les propriétés statistiques du risque au sein des systèmes financiers qu'ils régulent. Ils se servent de modèles fondés sur l'équilibre, qui sont obsolètes et erronés et impliquent une distribution normale du risque (qui ne s'appuie sur rien, du point de vue empirique). Les outils de gestion du risque dont se servent les régulateurs sont obsolètes.

Voici le conseil que je donne aux investisseurs : achetez de l'or, mais pas trop. Si je me trompe, cette petite allocation ne vous pénalisera pas. Si j'ai raison, votre argent sera préservé.

Pourquoi ne pas tout miser là-dessus ? Pourquoi ne pas dédier 50 ou 100% de votre portefeuille à l'or ? Réponse : il n'est *jamais* bon de tout miser sur une seule classe d'actifs. L'or est volatil, alors il faut que votre portefeuille contienne d'autres choses, telles que des liquidités, afin d'atténuer cette volatilité. Par ailleurs, il existe d'autres actifs susceptibles de préserver votre argent de la même façon que l'or. Les œuvres d'art, ainsi que le foncier, possèdent certaines propriétés de préservation identiques à celles de l'or, tout en offrant de la diversité à votre portefeuille.

Si les institutions qui ne possèdent actuellement que 1,5% d'or, portaient leur allocation à 5%, soit au-dessous de ce que je recommande, il n'y aurait pas assez d'or dans le monde,

à son cours actuel, afin de satisfaire leur demande. Cela illustre à quel point le système est fragile et dans quelle mesure il suffirait de peu de choses pour que les cours de l'or flambent.

Il n'est pas nécessaire que la fin du monde arrive pour que cela se produise. Il suffirait que surviennent quelques petits changements dans le comportement et la perception des acheteurs d'or potentiels pour que les cours de l'or se mettent à flamber. Après quoi, les boucles de rétroaction entreraient en action et une ruée sur l'or se déclencherait.

Je ne prédis pas quel sera le cours de l'or demain. Il peut baisser ou augmenter. Je me projette sur plusieurs années afin d'estimer comment se déroulera la prochaine crise. Je sais que lorsque le moment critique arrivera, les grands acteurs mettront la main sur tout l'or disponible. Les institutions, les banques centrales, les *hedge funds* ainsi que les clients ayant des relations avec les raffineurs, accapareront tout l'or. Les petits investisseurs découvriront qu'ils ne peuvent plus en avoir.

Votre négociant local sera en rupture de stock et aura des commandes en attente. L'hôtel des monnaies ne prendra plus aucune commande. En attendant, que se passera-t-il, avec le cours ? Il augmentera de 100 \$ l'once par jour, de plus de 1 000 \$ par semaine. Il vous échappera. Vous en voudrez mais vous ne pourrez pas en acheter. Voilà à quoi ressemble un mouvement de panique haussière.

Voilà l'issue probable des dynamiques qui sont à l'œuvre

actuellement. Le meilleur conseil que je puisse donner, c'est de vous procurer de l'or physique, dès maintenant, tant que vous pouvez encore le faire. Ensuite, restez patient et ne vous inquiétez pas. Allouez à l'or 10% de vos actifs disponibles, stockez-le en lieu sûr, attendez et regardez ce qu'il va se passer. Ce ne sera pas joli à voir, mais votre argent restera tout de même intact.





CINQ ACTIONS QUI POURRAIENT  
AVOIR UN AVENIR ENCORE  
PLUS RADIEUX QUE L'OR

PAR GAËL DEBALLE,  
INGÉNIEUR SUPELEC,  
ANALYSTE ET FORMATEUR OPTIONS

Dans ce *Nouveau Plaidoyer pour l'Or*, Jim parle de plusieurs stratégies que vous pouvez mettre en place en tant qu'investisseur particulier pour préparer votre portefeuille à un effondrement du système monétaire international. Lors d'un effondrement monétaire, la demande pour l'or explose. Le marché de l'or physique se restreint au point qu'il peut devenir extrêmement difficile d'acquérir la moindre once de métal jaune.

Alors, en plus de détenir de l'or sous forme physique, de quelle autre manière pouvez-vous faire prospérer votre portefeuille tout en gardant ce lien fort avec l'or physique ? Et vers où les investisseurs vont-ils se tourner s'il devient impossible d'acheter de l'or physique en période de pénurie ?

L'un des premiers endroits où les investisseurs vont se tourner est le secteur aurifère des marchés des actions. Nous ne parlons pas, ici, de l'« or-papier » tel qu'on l'entend habituellement : les options, produits dérivés, contrats *futures* ou ETF indexés sur le prix de l'once. Comme Jim vous l'a expliqué, cet or-papier n'est en rien un gage de sécurité en cas de crise : l'émetteur pourrait faire faillite ou n'être pas en mesure de garantir son « papier » par de l'or physique.

Nous allons donc plutôt parler des valeurs minières. Des aurifères ou des sociétés de *royalties* qui sont restées solides bien que malmenées pendant la chute de l'or, et qui à présent pointent toutes pour un rebond. Elles seront très recherchées car en cas de *rush* sur l'or, elles seront capables de répondre à la demande. La valeur de ces minières que nous avons soigneusement sélectionnées pourrait augmenter bien plus rapidement et violemment que l'or lui-même. Comme Jim l'a déjà expliqué et le dit souvent : investir sur les minières c'est investir sur l'or, c'est prendre un pari sur l'or avec un effet de levier.

Ce potentiel de surperformance des minières par rapport à l'or est inhabituellement élevé en ce moment. En effet, depuis 2011, le secteur aurifère a énormément souffert d'un marché baissier très difficile et très long. La plupart des actions du secteur ont perdu entre 60 et 90% de leur valeur par rapport à leurs plus-hauts de 2011.

Beaucoup de *juniors* au stade de l'exploration, et même certains producteurs ont disparu ou vont disparaître car

elles n'ont plus les moyens d'exploiter leurs mines. Mais beaucoup d'autres minières vont prospérer car elles ont parfaitement géré la crise, et ont investi dans des stratégies de *royalties* intelligentes, sécurisant des flux physiques, acquérant ou développant des sites miniers prometteurs. De tels investissements vont créer énormément de valeur pour les actionnaires qui vont avoir la patience d'attendre le prochain grand marché haussier de l'or.

Aujourd'hui, les valorisations des meilleures minières et des sociétés de *royalties* sont encore faibles, abordables : les investisseurs institutionnels et le grand public ne sont pas encore revenus dessus. Mais cela ne saurait tarder. Il est donc plus que temps de vous positionner.

Nous avons identifié cinq valeurs aurifères spécifiques. Ces cinq actions sont sur le point de s'envoler alors que les cours de l'or se raffermissent et que le secteur retrouve un peu d'air depuis les restrictions qu'il s'est imposé pour endurer la crise.

Avant de vous exposer les cinq sociétés que j'ai choisies, je voulais conclure sur un dernier argument en faveur de ces minières ou sociétés de *royalties* : même si les gouvernements prenaient la mesure totalitaire de vouloir confisquer l'or, imposant aux détenteurs d'or d'apporter leur or à l'État, ils ne pourraient pas grand-chose si vous détenez des titres de valeurs aurifères.

Comme n'importe quelle autre action, les actions aurifères sont des parts d'actifs d'entreprises. Il n'y a aucun précédent

juridique d'une confiscation d'actions du secteur de l'or sans une juste évaluation et compensation. Les institutions (comme le Congrès) devraient adopter une nouvelle loi ciblant spécifiquement les gains réalisés sur les actions aurifères. C'est très peu probable, le secteur n'est pas aussi sensible à la politique que pétrole – qui avait été soumis à une « taxe exceptionnelle sur les profits » aux États-Unis de 1980 à 1988.

Au-delà d'une poignée de fabricants de bijoux, il n'y a pas vraiment de corporation des acheteurs d'or. L'or est une monnaie, comme Jim l'a expliqué au chapitre 2. L'or n'est pas un objet de consommation typique influencé par des lois régulant l'offre ou la demande.

La demande d'or est, nous l'avons vu, dans une tendance qui va aller en augmentant : si l'inflation commence à éclater dans les produits de la vie courante, et à rogner le pouvoir d'achat des citoyens, alors le public va commencer à voir l'or comme réserve de valeur : une manière de stocker de la valeur et de la richesse. Les actionnaires des entreprises aurifères ne risquent pas d'être vus comme des profiteurs « au détriment » des autres qu'il faudra taxer par principe.

Enfin, si jamais le marché de l'or-papier subissait un problème de livraison (par exemple, un fonds qui serait dans l'incapacité de livrer l'or physique et paierait la contrepartie en monnaie courante), les actions des compagnies aurifères s'envoleraient directement. Les investisseurs se tourneraient immédiatement vers l'or détenu dans les sous-sols

des minières bien gérées ou des sociétés de *royalties*. Nul doute qu'ils considéreraient l'or en terre comme une option extrêmement prometteuse sur les futurs prix de l'or... sans avoir même à subir le risque de défaillance du marché de l'or-papier.

Dans un contexte aussi prometteur pour le secteur de l'or, désormais de nouveau très attractif, nous avons sélectionné cinq actions particulières qui vont non seulement survivre à des tumultes potentiels mais aussi progresser – et votre portefeuille avec.

### **Franco Nevada** (ticker: FNV sur le NYSE)

Franco Nevada est une compagnie de *royalties*. C'est notre entreprise aurifère favorite si vous êtes investisseur de long terme. Une société de *royalties* utilise l'argent des investisseurs pour financer les opérations des minières aurifères. Elle n'exploite donc pas des mines directement : elle en finance l'exploitation. En échange, elle reçoit un pourcentage (*royalty*) des revenus de la mine. Le marché baissier, bien qu'éprouvant pour les minières, a été une aubaine pour des compagnies de *royalties* comme Franco Nevada : elles ont pu investir leurs capitaux dans des projets à très fort potentiel de rendement.

Franco Nevada peut investir son propre capital, en plus de capitaux empruntés, pour générer des *royalties* ou

s'approvisionner en métaux précieux, ce qui est fortement créateur de valeur. Les livraisons d'or physique en échange de financements ont souvent été utilisées par des entreprises minières de métaux de base en manque de *cash* : cela leur permettait de vendre des métaux précieux qui venaient souvent en résidus des produits miniers exploités.

Avec un contrat d'approvisionnement en métaux précieux, Franco Nevada assure par exemple un gros financement, en amont de l'exploitation de la mine, et échange du droit d'acheter tout l'or ou l'argent qui sort de la mine à un cours très bas et ce, pour toute la durée de vie de la mine. Ces contrats « en or » sont de fait des options à long terme sur le prix de l'or, avec des dates d'expiration très lointaines.

## **Royal Gold Inc.** (ticker : RGLD sur le Nasdaq)

Comme Franco Nevada, Royal Gold est l'une des meilleures compagnies de *royalties* au monde.

Son équipe dirigeante est performante, ses actifs sont attractifs, diversifiés et elle a le potentiel d'exploser si le prix de l'or augmente. Lors d'un mouvement haussier de l'or, le *business model* de Royal Gold lui permet d'augmenter ses revenus à un niveau très élevé, créant une valeur exceptionnelle pour les actionnaires.

Les actions RGLD ont été brutalement vendues fin 2015. Les actionnaires ont inutilement paniqué à propos de l'état

de quelques actifs de Royal Gold. Nous avons analysé en détail ces actifs et restons persuadés que la chute du titre a été très excessive; depuis, la direction a commencé à calmer les craintes des investisseurs et le titre est reparti à la hausse.

Royal Gold a planté les graines de la future richesse de ses actionnaires lors du marché baissier de l'or. Elle a signé un nombre important de nouveaux contrats de *royalties* et d'approvisionnements. Ces accords vont devenir de plus en plus profitables à mesure que le prix de l'or va augmenter.

## **Agnico Eagle Mines** (ticker : AEM sur le NYSE)

Agnico Eagle Mines est un mastodonte parmi les minières – une *major company*. La direction a guidé la société à travers la tempête du marché baissier de manière calme et pertinente en se focalisant sur la création de valeur pour les actionnaires.

AEM détient un portefeuille intéressant de projets miniers à un stade précoce, en plus de huit mines en production au Canada, en Finlande et au Mexique, qui ont produit plus de 1,6 million d'onces d'or en 2015.

Grâce à des coûts de structure faibles, AEM dégage des flux de trésorerie positifs même lorsque les prix de l'or sont déprimés.

La direction réinvestit prudemment ces excédents de liquidités dans des parts de minières *juniors*, ce qui plante



les germes d'une augmentation de la production si le prix de l'or progresse.

## **Alamos Gold** (ticker : AGI sur le NYSE)

Alamos Gold est une entreprise sur le point de prospérer si les prix de l'or rebondissent. Ses principales mines sont situées au Mexique et au Canada.

L'année dernière, Alamos a réalisé une fusion avec une mine de taille similaire : AuRico Gold. Cette fusion a été un succès : elle a renforcé le bilan de la nouvelle entité, favorisé des économies d'échelle et a surtout combiné deux portefeuilles de production complémentaires.

Désormais, les deux principales entités de production sont la mine d'AuRico située à Young-Davidson, dans la province canadienne de l'Ontario, et la mine d'Alamos de Mulatos au Mexique. Ces deux mines ont généré de bons revenus dernièrement et ont des durées de vie très longues.

La direction investit actuellement également dans des projets qui vont réduire les coûts de production d'Alamos.

Alamos a une structure de bilan et les liquidités nécessaires pour financer ces investissements. Avec le temps, la fusion devrait permettre à Alamos d'avoir un meilleur accès au financement et à un éventail plus large de projets potentiellement intéressants. Étant jusque-là de petite taille, les investisseurs se montraient parfois frileux à financer ses

projets. Nous pensons qu'à présent, Alamos a atteint une taille suffisante qui lui permettra de passer à la vitesse supérieure.

## **Premier Gold Mines** (ticker: PG.TO sur le TSX)

Premier Gold Mines est une petite capitalisation qui travaille sur cinq projets miniers. Tous ces projets sont dans des contrées très sûres sur le plan juridique – telles que le Nevada ou l'Ontario.

Les dirigeants de Premier Gold ont posé les bases qui devraient permettre à la société d'enregistrer une très forte hausse de la production et de ses résultats lors du prochain cycle haussier de l'or. Ils ont sagement limité les risques financiers en montant des *joint-ventures* avec des partenaires pour certains des projets. Cela a permis à Premier Gold de conserver un bilan solide.

Premier Gold est en train de se transformer. D'entreprise exploratrice à un stade précoce, elle devient productrice d'or. La mine de South Arturo dans le Nevada, qui est détenue à 40% par Premier Gold, débute sa production en 2016.

Jusqu'où peuvent monter les cours de ces cinq actions aurifères si l'or s'envole, comme nous le pensons ?

Il n'y a rien d'aberrant à attendre que les trois premières, Franco Nevada, Royal Gold et Agnico Eagle, qui ont des

risques plus faibles, doublent de valeur si l'or rebondit à 1 500 \$. Et à 1 500 \$ l'once d'or, Alamos et Premier Gold, qui ont davantage d'effet de levier, pourraient tripler ou quadrupler.

Si l'or atteint 10 000 \$ l'once ou au-delà, le niveau auquel Jim s'attend en cas d'un retour à un système monétaire raisonnable incluant l'or, alors il n'y a plus de limites. Ces actions pourraient bondir de 10, 20, ou 30 fois. Aucun calcul n'est réalisable avec ce scénario.

Donc allouer une petite partie de votre portefeuille à ces cinq titres aurifères pourrait vous permettre de conserver votre capital mais surtout de poser les jalons de votre future prospérité si une crise monétaire mondiale se produit.

## REMERCIEMENTS

Ce livre est né d'une série d'interviews audio sur Internet, d'abord transcrites puis publiées et réécrites pour, finalement, constituer ce que vous venez de lire. Je suis immensément reconnaissant au Physical Gold Fund, l'initiateur de ces interviews, et à ses dirigeants et collaborateurs: Alex Stanczyk, Simon Heapes, Nestor Castillo et Philip Judge. Sans leur aide, ce livre n'aurait pas pu exister.

Une interview nécessite un interlocuteur. Dans le cas présent, je ne pouvais rêver mieux que Jon Ward, pour me donner la répartie. Toutes les interviews ne se ressemblent pas. D'après mon expérience, les meilleures questions suscitent les meilleures réponses. Or, les questions de Jon étaient bien structurées et pensées. Sans ces questions très habiles, nous n'aurions jamais eu autant de contenu, que ce soit pour les interviews et, à plus forte raison, pour ce livre.

Comme toujours, je remercie mon super-agent, Melissa Flashman, et mon éditeur, Andrian Zackheim, pour le soutien qu'ils m'ont toujours apporté, avant même que j'aie publié des livres, et m'apportent encore. Ils représentent une

source perpétuelle de confiance et d'inspiration qui me permet de continuer à écrire des livres.

L'équipe d'Adrian, au sein de Portfolio/Penguin Random House a autant participé à ce livre que moi. Niki Papadopoulos, relectrice, m'a inspiré au même titre qu'une muse, m'encourageant, me félicitant et me rassurant au gré de toutes les séries de décisions éditoriales et de *deadlines* ayant plus à voir avec l'édition qu'avec l'écriture.

Cela dit, elle m'a également aidé à m'améliorer en tant qu'auteur, grâce à ses questions succinctes et avisées, et toujours pertinentes. Les autres membres de l'équipe Portfolio, Leah Trouwborst, Stefanie Rosenblum, Will Weisser, Tara Gilbride et Kelsey Odorczyk m'ont également énormément soutenu et je l'ai énormément apprécié.

Les éditeurs indépendants sont précieux car ils se concentrent uniquement sur le contenu, sans aucune distraction extérieure, n'étant pas salariés d'une maison d'édition. J'ai bénéficié de l'aide de deux d'entre eux, qui comptent parmi les meilleurs. Zach Gajewski a réuni les premières épreuves pour en faire une première version. Will Rickards a repris cette première version et amélioré l'ouvrage. Zach et Will ont agi comme des coureurs de relais se passant le bâton du départ jusqu'à l'arrivée. Je ne les remercierai jamais assez pour toute l'attention qu'ils ont portée aux détails et à la qualité.

Certains auteurs travaillent dans la solitude mais ce n'est pas mon cas. La vie est bien plus agréable, entouré de sa famille et ses amis. Les interactions permanentes, les débats et les échanges enrichissent tout le processus créatif. L'amour que vous prodiguez votre famille représente un filet de sécurité extraordinaire, pour un auteur soumis à une grande pression.

Je remercie Ann, Scott, Dominique, Ali, Will, Abby, Thomas, Sam, James (et aussi Ollie et Reese, les chiens).

Je vous aime tous.

James Rickards

# NOUVEAU PLAIDOYER POUR L'**OR**

*« Ce livre excellent prouve que, contrairement à ce que soutient la propagande des pro-monnaies fiduciaires, l'or est une vraie monnaie. Rickards propose un plaidoyer vivant destiné à ceux qui veulent se protéger et protéger leur famille du chaos économique créé par les banquiers centraux, et qui devraient songer à l'or. »*

**Ron Paul**, ancien Membre du Congrès et Candidat aux Présidentielles

*« Dans son dernier livre, James Rickards nous offre une nouvelle fois avec sa prose limpide, la profondeur de l'expérience et la finesse d'analyse. Le Nouveau Plaidoyer pour l'Or repousse le désintérêt et les critiques d'origines politiques, et propose au contraire un argument original et éclairant pour l'or, comme sérieux prétendant au milieu de l'argent casino. C'est le livre le plus important sur l'or écrit à ce jour. »*

**Nomi Prins**, ancienne Directrice Générale chez Goldman Sachs and Bear Stearns et auteur de *All The Presidents' Bankers*

*« On ne peut pas imaginer que la Réserve fédérale a fait un travail aussi honnête que celui de Jim Rickards pour l'écriture de ce livre. Lorsque le système monétaire s'effondrera, il y aura une ruée vers le seul argent qui restera dans le système – et ce sera de l'or. Une lecture essentielle. »*

**David A. Stockman**, ancien directeur du Bureau de la Gestion et du Budget, et auteur de *The Great Deformation*

Couverture : Stephan Nave

Photo : DR

Publications Agora France

[www.publications-agera.fr](http://www.publications-agera.fr)



9 791092 1581003

4,95 €  
Prix TTC valable en France

ISBN : 979-10-92581-00-3