

## L'or : l'actif refuge des temps difficiles

Par Henri-Louis Védie

### Résumé

On assiste, ces derniers mois, à un rebond des cours de l'or, le portant vers de nouveaux sommets. L'analyse des cours de ce précieux métal depuis deux siècles montre une grande stabilité jusqu'en 1971, date de l'abandon de la convertibilité or /dollar par les Etats-Unis, mais aussi de son mouvement erratique depuis cette date. Soumise aux lois du marché, cette matière première voit son cours dépendre essentiellement de la demande. Evolution qui confirme cet actif comme valeur refuge des temps difficiles, sans pour autant envisager sa remonétisation. Ce rebond, de nature conjoncturelle, qui s'inscrit dans les court et moyen termes, est une aubaine pour les pays producteurs, au premier rang desquels on trouve la Chine, la Russie et l'Australie, mais aussi certains producteurs africains, comme le Ghana.

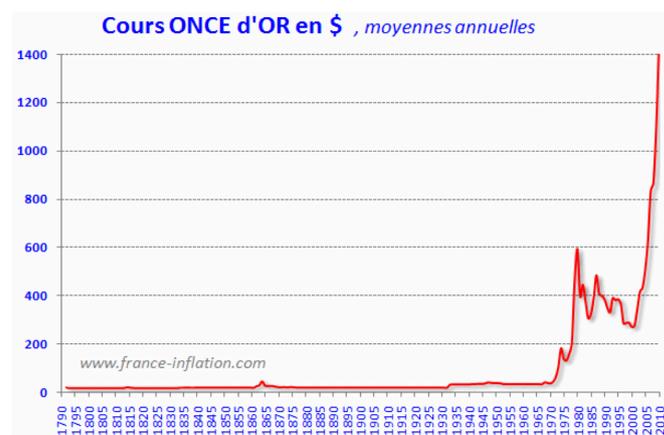
L'or brille de tous ses éclats, avec des cours au plus haut de son histoire, l'once dépassant les 2000 dollars. L'objet de ce Policy Brief est de s'interroger sur les raisons de cette dernière envolée, d'en rechercher les raisons, ce qui nous permettra de savoir si cette envolée est conjoncturelle ou structurelle, et quels en sont les bénéficiaires et les victimes.

## I. L'évolution du cours de l'or courant les deux derniers siècles

### A. Evolution des cours de l'once d'or entre 1792 et 2010

Graphique 1, retrace l'évolution des cours de l'once d'or, moyennes annuelles, sur la période 1792-2010.

Graphique 1: Evolution des cours de l'once d'or depuis 1792



Source:www.france-inflation.com

Au cours de cette période, l'histoire de l'or est très liée aux systèmes monétaires du moment. D'abord utilisé directement comme moyen de paiement, en complément de l'argent qui l'a précédé dans cette fonction, les

pièces d'or venant s'ajouter aux pièces d'argent. Avec l'apparition de la monnaie papier, l'or, comme l'argent, vont servir de garantie aux émetteurs de billets, garantissant leur conversion, à tout moment, par leurs réserves en or et en argent. Dès 1870, l'or prend le pas sur l'argent, devenant progressivement l'unique étalon des économies dominantes de l'époque, la convertibilité argent finissant par être abandonnée.

Les guerres mondiales qui vont se succéder, les crises économiques qui vont les accompagner, marquées, parfois, par des inflations à deux chiffres, vont rendre la convertibilité or de plus en plus difficile à assumer. Avec les accords de Bretton Woods, en 1946, une ère nouvelle commence, limitant la convertibilité au dollar, directement indexé sur l'or, à raison de 35 dollars l'once, les autres monnaies étant indexées sur le dollar. Cela va durer jusqu'en 1971, année de l'abandon par les Etats-Unis de la convertibilité or/dollar, leurs réserves or étant insuffisantes pour garantir cette convertibilité, compte tenu de la masse de dollars en circulation. Les accords de la Jamaïque de 1976 officialisent l'abandon de l'or comme étalon d'une monnaie internationale. A partir de cette période, les cours de l'or ne seront plus fixés par le Etats, mais en fonction de l'offre et de la demande de ce précieux métal. L'analyse de ce graphique témoigne de la grande stabilité des cours de l'once d'or jusqu'en 1971, mais aussi de son mouvement erratique à partir de 1971.

## B. L'Or, valeur refuge en temps de crise

Entre 1985 et 2020, l'or connaît quatre pics successifs : 499,8 dollars, en 1987, 1000 dollars, en 2008, 1921 dollars, en 2011, et 2040 dollars, en 2020.

- Le pic du 14 décembre 1987 est la conséquence du krach boursier de la même année, il fait passer le cours de l'once d'or en dollars de 250 dollars dans les années 1985 à près de 500 dollars en 1987, soit une augmentation de 100%. Suit, alors, une chute régulière des cours, jusqu'au début des années 2000, où le cours d'once retrouve son niveau de 1985.
- Le pic du 8 septembre 2009, où les cours doublent, atteignant 1000 dollars l'once, est lié très étroitement à la crise financière de 2008. Il est, aussi, le départ d'une nouvelle période de hausse pour le précieux métal jaune.
- Le pic du 6 septembre 2011, à 1921 dollars /soit encore un accroissement de près de 100% / est celui qui s'inscrit

en pleine crise des dettes souveraines. Cela clôt le rebond engagé depuis 2003. Suit, alors, une chute régulière des cours jusqu'en 2017, où l'once retrouve sensiblement son niveau de 2009 /1000 dollars/.

- Le pic du 5 août 2020, à 2040 dollars, est celui qui s'inscrit dans le cadre de la crise de la Covid-19. Depuis le 5 août, les cours de l'once d'or connaissent de nouveau le repli.

Ces différents mouvements viennent confirmer l'une des fonctions essentielles de l'or, celle d'être une valeur refuge, les différents pics étant chronologiquement liés à un krach boursier/1987/, à une crise financière /2008-2009/, à une crise des dettes souveraines/2011 / et à la crise de la Covid-19 en 2020.

Une question se pose naturellement, cependant, celle de l'actualisation des cours en dollars 2020 par rapport, par exemple, au cours du dollar de 1987. Une étude récente montre que 675 dollars de 1980 équivaldrait, sensiblement, aux 1961 dollars de 2011. Ce que l'on peut traduire de la façon suivante : le dernier pic à 2040, si on tient compte de l'actualisation du dollar, n'est pas un pic record, mais s'en rapproche.

## II. Des cours soumis aujourd'hui aux lois du marché, essentiellement dépendant de la demande

Sur le marché de l'or, il existe, bien sûr, une offre, constituée par les principaux acteurs-producteurs d'or de la planète, soit au niveau de l'Etat propriétaire des ressources aurifères, soit au niveau des groupes miniers chargés de les exploiter, comme Barrick Gold ou Nemmont Mining. Ce sont, aujourd'hui, les principaux bénéficiaires de l'envolée des cours, comme nous le verrons en (III). Globalement, cependant, c'est la variation de la demande qui va déterminer les cours. Cette demande est liée aux différentes utilisations du précieux métal jaune. On en retiendra, ici, trois : celle provenant de l'industrie, essentiellement dans le domaine de la joaillerie ; celle, ensuite, venant des ménages et celles, enfin, émanant des banques centrales et des institutions financières.

## A. Chute de la demande en joaillerie

Au cours du premier semestre 2020, la demande de bijoux a chuté de 47%, celle des barres et des pièces de 17%. Cette même tendance est observée pour le diamant. Principales raisons évoquées, celles liées au confinement et aux mesures qui l'accompagnent, et la volonté de ne pas consommer en période de crise, pour se constituer une épargne de précaution disponible. On estime que la demande en orfèvrerie provenant de Chine et d'Inde, les deux plus gros consommateurs du monde dans ce domaine, aurait chuté de deux tiers durant le confinement.

## B. Une évolution contrastée venant des ménages

On rappellera, à ce sujet, les propos de Philippe Chalmain, selon lequel en temps normal « l'or est un placement idiot, ne créant pas de richesse et ne rapportant rien », et pour lequel il est plus rentable d'acheter des obligations d'Etat, tout aussi sécurisées et qui ont l'avantage de proposer des coupons. Lorsque l'on sait que les cours de l'or, aujourd'hui, corrigés de l'inflation, sont estimés à 200 dollars en dessous de son niveau record de 2011, l'affirmation de Philippe Chalmain se vérifie pleinement. Pour autant, avec l'apparition des taux d'intérêt négatifs, les ménages vont montrer un autre comportement vis-à-vis de l'or. Et ce d'autant plus que le dollar se déprécie. Ce qui fait dire, toujours à Philippe Chalmain, qu'« avec des taux négatifs, l'achat d'or n'est plus aussi absurde, d'autant que dans certains pays, l'or échappe aux fourches caudines fiscales et a l'avantage de la discrétion ».

Les ménages ne se ruent pas sur l'or du fait de la crise, mais parce qu'ils font, consciemment ou inconsciemment, le constat que le précieux métal offre un meilleur rendement net que tout autre placement. C'est évident lorsque les taux d'intérêt réels sont négatifs et quand le dollar se déprécie.

Début septembre 2020, la demande provenant des ménages est toujours soutenue, mais cette tendance est de nature conjoncturelle/taux d'intérêt négatif/ et non structurel.

## C. Une demande forte et croissante portée par les banques centrales et les institutionnels

Lorsque l'or atteint un premier record, en 2011, l'Europe connaissait une crise de la dette souveraine, frappant, à des degrés divers, la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne. Ce n'est plus le cas, aujourd'hui. Pour autant, les investisseurs potentiels sont loin d'être rassurés par la Banque centrale européenne (BCE), toujours frileuse à l'idée de relever ses taux d'intérêt. Parallèlement, la guerre commerciale perdue entre la Chine et les Etats-Unis et inquiète, ce qui permet à l'or de retrouver des couleurs.

- Une tendance qui commence dès 2000 dans les années 90, la tendance générale était, dans les banques centrales, de réduire leurs stocks d'or, notamment en France et en Grande-Bretagne. La hausse des cours dans les années 2000 met fin à cette pratique. A partir des années 2010, l'accumulation des stocks d'or repart, principalement en Asie, en Russie, au Kazakhstan et en Turquie, dont les stocks sont inférieurs, toutes choses égales par ailleurs, à ceux des Etats-Unis, de la France, de l'Allemagne etc... Cela continue aujourd'hui. En 2018, par exemple, les banques centrales, toutes confondues, vont acheter 651 tonnes d'or. Soit une progression de 74 %, par rapport à 2017, un record.

- Une nomination emblématique, partisane de l'étalon or, en juillet 2019, au sein de la Réserve fédérale américaine. Cette nomination concerne Judy Shelton, qui se demandait dans le Wall Street Journal du 21 avril 2019, « s'il ne vaudrait pas mieux lier l'offre de monnaie à l'or plutôt que la faire dépendre du jugement d'une dizaine de responsables ayant en charge la fixation des taux d'intérêt ». Pour elle, le retour à l'étalon or permettrait de faire du précieux métal jaune, de facto, la monnaie unique, mettant fin à la manipulation des taux de change, pratique chinoise bien connue et dénoncée régulièrement par l'administration Trump. Même si on est encore très loin du retour de l'étalon or, en vanter les avantages ne pouvait que soutenir la demande.

- Une demande bénéficiant des normes de solvabilité bancaire « Bâle III »  
Ces nouvelles normes de solvabilité, établies par la Banque des Règlements internationaux (BRI), va modifier la comptabilisation de l'or en tant qu'actif bancaire. Avant le 29 mars 2019, date d'entrée de ces nouvelles

normes, l'or était classé actif de niveau 3. Ce qui avait pour conséquence d'avoir une évaluation du risque de 50%, obligeant les banques commerciales à immobiliser des fonds propres en conséquence. Ce qui n'était pas très incitatif à investir dans ce précieux métal. Depuis le 29 mars, l'or est comptabilisé actif 1, considéré comme du cash, un actif sans risque ne donnant pas lieu à la nécessité de geler des fonds propres.

En prenant cette décision, la BRI fait passer un double message : celui, tout d'abord, qu'en cas de crise financière, le principal risque est celui de la liquidité ; celui, ensuite, que la meilleure des façons d'y répondre est l'or, dont la valeur intrinsèque est connue et reconnue. Ajoutons que le marché de l'or est capable d'être dynamique et d'absorber, si nécessaire, des flux importants.

Le retour de l'or à son plus haut niveau ne signifie pas, pour autant, sa remonétisation, qui impliquerait une discipline budgétaire de tous les instants et le retour à l'équilibre des comptes publics. Ce qui n'est guère envisageable, aujourd'hui. Par contre, en retrouvant place dans le monde financier, l'or retrouve implicitement sa fonction monétaire et l'actif de confiance ultime, en cas de besoin.

### III. Des niveaux record qui profitent aux pays producteurs et aux milliardaires de l'industrie aurifère

#### A. Une aubaine pour les pays producteurs

En 2019, les huit premiers pays producteurs étaient dans l'ordre de leur importance :

La Chine/383 tonnes / ; la Russie/ 329 tonnes ; l'Australie / 325 tonnes ; les Etats-Unis/200 tonnes ; le Canada /183 tonnes ; le Pérou/143 tonnes ; le Ghana /142 tonnes et l'Afrique du Sud /118 tonnes.

Pour 'Fitch Solutions', d'ici 2029 la production mondiale

devrait progresser au rythme annuel de 2,5%, atteignant 133 millions d'once, à comparer aux 106 millions d'aujourd'hui. Cette hausse pourrait bien modifier l'ordre actuel.

- Si le trio de tête resterait inchangé, la Russie pourrait en devenir le leader avec un taux de croissance annuel de 3,7 %, Moscou étant soucieuse de développer sa production pour accroître ses réserves et être, ainsi, moins dépendante du dollar américain. Au second rang mondial, on pourrait trouver l'Australie, qui détient 20% gisements mondiaux connus, suivie de la Chine, dont la production devrait stagner au cours de la décennie, suite à une réglementation environnementale plus stricte et à la fermeture de petites mines moins rentables.

- A l'inverse de la Chine, les pays africains producteurs d'or, aux nombreux projets, devraient connaître une courbe ascendante, emmenés par le Ghana, aujourd'hui leader du continent, au septième rang mondial, qui a détrôné l'Afrique du Sud. Il faut, également, signaler la montée en puissance du Burkina Faso, suite à la fusion entre Endeavour et Semafo, en juillet, qui pourrait conduire le nouveau groupe à extraire 28 tonnes d'or par an, à partir de mines localisées essentiellement au Burkina Faso.

Pour les pays africains producteurs d'or, victimes de la chute des cours pétroliers et des conséquences de la Covid-19 sur la réduction de leurs exportations, la flambée des cours de l'or est une aubaine inespérée. On citera, à titre d'exemple, le Ghana et le Burkina Faso. Le Ghana, dont les ressources attendues du cacao et du pétrole avaient été largement revues à la baisse, et qui, grâce au rebond spectaculaire de l'or, a vu ses prévisions de croissance rebondir à 2%. Le Burkina Faso qui, lui aussi, bénéficie d'une croissance attendue positive à 4% en 2020. Par contre, pour l'Afrique du Sud, le bond de l'or ne sera pas suffisant, ce sera beaucoup plus difficile avec une croissance négative attendue de 3%, en 2020. Comme quoi, si le rebond de l'or peut beaucoup, il ne peut pas tout.

#### B. Un rebond qui bénéficie aux grands noms de l'industrie aurifère

Selon les estimations de Bloomberg, trois fortunes et familles, particulièrement exposées aux cours de l'or, se sont enrichies collectivement de plusieurs milliards de

dollars, suite à ce rebond, malgré la crise de la Covid-19 :

- La famille Kerimov, qui détient 77% de Polyus PJSC, le plus grand producteur d'or russe, aurait vu sa fortune progresser de 1,7 milliard de dollars ;
- La famille Nesis (Alexander), dont le groupe ICT détient une participation de 27 % dans Polymetal International /entreprise russe de métaux précieux, quatrième producteur d'or de Russie /est désormais valorisé à 3,7milliards de dollars ;
- Le Saoudien Mohammed Al Amoudi, dont la fortune, estimée à plus de 9 milliards de dollars, provient de l'exploitation d'une mine d'or dans son pays d'origine, l'Éthiopie.

Un signe qui ne trompe pas, Berkshire Hathaway/ le conglomérat de Warren Buffet/vient de réduire considérablement ses participations dans certaines des plus grandes banques américaines pour investir dans l'or, longtemps par lui oublié. Ainsi, par exemple, Berkshire Hathaway a vendu 35,5 millions d'actions de JP Morgan, y réduisant sa participation de 1,2% pour la porter à 0,7%. Et au même moment, le conglomérat prenait une participation de 1,2 % dans le groupe minier Barrick Gold. Ce n'est pas la première fois que Warren Buffet, connu pour son aversion pour l'or, investit dans les métaux précieux. Il le fit en 1997, achetant 130 millions d'once d'argent, pour les revendre, avec profit peu de temps après. L'avenir nous dira si l'histoire se renouvelle.

## CONCLUSION GENERALE

Le rebond spectaculaire de l'or confirme l'ancrage de cet actif comme valeur refuge. Pour les experts de la Bank of America, ce rebond pourrait atteindre les 3000 dollars au cours des prochains dix huit mois. Pour autant, cela ne signifie nullement, pour les raisons rappelées, que cela se traduise par une remonétisation du précieux métal jaune. Ce rebond est essentiellement porté par la demande, elle-même tributaire de l'environnement international. Le ralentissement de l'économie mondiale, en 2019, amplifié par la chute des cours pétroliers et les conséquences économiques de la Covid-19, sont autant d'éléments qui ont amplifié la demande. C'est, pourquoi, nous pensons que ce rebond est conjoncturel et non structurel, pouvant perdurer cependant à moyen terme.

## À propos de l'auteur, Henri-Louis VEDIE

Docteur d'état es sciences économiques (Paris Dauphine) et diplômé d'études supérieures de droit (Paris I), Henri-Louis VEDIE est Professeur émérite (Groupe HEC Paris). Auteur d'une quinzaine d'ouvrages, dont les derniers ont été consacrés aux fonds souverains et à l'économie marocaine, d'une dizaine d'ouvrages collectifs, des dizaines d'articles, parfois en anglais, en espagnol et en arabe. Ces activités d'enseignement l'ont été principalement à HEC, mais l'ont conduit aussi à Moscou, à Varsovie, à Budapest, à Abou Dhabi, à Rabat... Henri-Louis VEDIE a été également Consultant au Conseil de l'Europe et membre de section au Conseil Economique et Social.

## À propos de Policy Center for the New South

Le Policy Center for the New South: Un bien public pour le renforcement des politiques publiques. Le Policy Center for the New South (PCNS) est un think tank marocain dont la mission est de contribuer à l'amélioration des politiques publiques, aussi bien économiques que sociales et internationales, qui concernent le Maroc et l'Afrique, parties intégrantes du Sud global.

Le PCNS défend le concept d'un « nouveau Sud » ouvert, responsable et entreprenant ; un Sud qui définit ses propres narratifs, ainsi que les cartes mentales autour des bassins de la Méditerranée et de l'Atlantique Sud, dans le cadre d'un rapport décomplexé avec le reste du monde. Le think tank se propose d'accompagner, par ses travaux, l'élaboration des politiques publiques en Afrique, et de donner la parole aux experts du Sud sur les évolutions géopolitiques qui les concernent. Ce positionnement, axé sur le dialogue et les partenariats, consiste à cultiver une expertise et une excellence africaines, à même de contribuer au diagnostic et aux solutions des défis africains.

[Read more](#)

Les opinions exprimées dans cette publication sont celles de l'auteur.



### Policy Center for the New South

Suncity Complex, Building C, Av. Addolb, Albortokal Street,  
Hay Riad, Rabat, Maroc.

Email : [contact@policycenter.ma](mailto:contact@policycenter.ma)

Phone : +212 (0) 537 54 04 04 / Fax : +212 (0) 537 71 31 54

Website : [www.policycenter.ma](http://www.policycenter.ma)