

PLACEMENT

L'or ou le paradoxe de la valeur refuge

Le métal jaune a atteint des records à la baisse, compte tenu notamment des ventes des banques centrales. Ce mouvement devrait rester conjoncturel.

SI DEPUIS DES DÉCENNIES la bourse est animée par des certitudes plus ou moins légitimes, il en est une qui semblerait ne pas avoir résisté aux troubles actuels des marchés : l'or ne jouerait plus son rôle historique de valeur refuge en période de crise financière. Ainsi, le 31 août dernier, l'onçe d'or à Londres a touché à 271,13 dollars son plus bas depuis 19 ans. Au 6 décembre 1998, le cours était remonté à 296,50 dollars, soit tout de même une baisse de 20 % depuis début 1997.

SALIM CHAHINE
Professeur de
finance

OLIVIER
GAUTHIER
Groupe ESC Nantes
Atlantique

LA GRANDE BRADERIE DES BANQUES CENTRALES

Depuis maintenant plusieurs années, l'or subit une crise de légitimité. Il suffit d'observer l'évolution des en-cours des banques centrales pour se rendre compte de l'importance de ce phénomène. Ainsi, de 1992 à mars dernier, les réserves mondiales ont décliné d'année en année pour tomber à 723 millions d'onces en 1998 contre 785 millions en 1992. Il est à noter que ce sont les pays industrialisés qui ont massivement vendu leurs stocks, ce qui ne laisse présager rien de bon lorsque l'on sait qu'ils

détiennent plus de 80 % des réserves mondiales.

Si les ventes des banques centrales sont loin d'être à leur niveau de 1992, le marché reste néanmoins inquiet : depuis 1996, la Belgique et les Pays-Bas ont liquidé près de 800 tonnes, et en 1997, l'Australie et l'Argentine se sont respectivement défaites de 166 et 125 tonnes. En fait, les opérateurs sur le marché de l'or sont d'autant moins enclins à être acheteurs que même les pays producteurs procèdent à de telles opérations. Cette défiance est accentuée depuis que la Russie a sombré dans la crise. Chacun craint, en effet, que la banque centrale russe ne vende une partie de ses réserves afin de reconstituer ses réserves de changes. La Russie a, en outre, un besoin urgent de liquidités pour rembourser ses dettes libellées en devises étrangères.

Fin 1997, on apprit officiellement que la Bundesbank prêtait au marché environ 10 % de ses réserves d'or. Ces prêts lui auraient rapporté près de 70 millions de dollars en quelques mois ; dès lors on n'a cessé d'apprendre de multiples prêts de la part de nombreuses banques centrales. S'il est vrai que ces prêts constituent une alternative à la vente physique d'or, il est clair qu'en rendant le marché beau-

coup plus liquide – on parle de 370 tonnes rien que pour l'Allemagne – le cours du métal jaune en subit le net contrecoup. De par les ventes et les prêts dont il fait l'objet, il semble que l'or est régi maintenant, au même titre que toute matière première, par la loi de l'offre et de la demande. Néanmoins, il conserve sa qualité de rempart psychologique indéniable pour nombre de détenteurs et pour l'opinion publique, gardant ainsi – mais pour combien de temps ? – un rôle de valeur refuge.

UN MARCHÉ BAISSIER AUTO-ENTRETENU

Depuis l'été 1997, l'or essuie de plein fouet la crise asiatique pour deux raisons : d'une part, le ralentissement de la demande dans cette région ; d'autre part, la baisse du yen reflète non seulement l'affaiblissement des économies japonaises et asiatiques, mais renchérit aussi le prix de l'or pour les acheteurs de cette zone.

Par ailleurs, en période de faible inflation, l'or est dénué de tout intérêt thésauriseur car sous sa forme physique, il n'assure aucun revenu, seule une hausse des cours peut être profitable pour son détenteur. Ainsi, voit-on maintenant, même en période de crise financière, un *flight to quality* qui ne profite plus qu'aux obligations américaines et européennes. Deux chiffres confortent cette stratégie : un investissement en *US bonds* il y

a deux ans aurait rapporté près de 40 %, tandis qu'un placement en or aurait fait perdre 30 %.

Si l'on considère maintenant le métal jaune comme une simple matière première, il semble empiriquement logique que son cours soit peu soutenu. En effet, le cours des matières premières augmente traditionnellement au début d'un cycle de croissance économique ; or, on peut s'apercevoir qu'après sept ans aux Etats-Unis et deux ans en Europe, le cycle de croissance est largement entamé, et laisse donc peu de place à une envolée des cours. Le soutien de l'once réside donc actuellement dans des cycles infra-annuels comme la saison des mariages en Inde.

Enfin, la baisse du dollar australien et du rand sud-africain peut inciter les compagnies minières de ces pays, parmi les plus importantes au monde, à accroître leurs exportations afin d'engranger des recettes supplémentaires une fois ces dernières converties en monnaie locale. La baisse est ainsi auto-entretenu, car plus l'offre est importante plus les cours de l'or en souffrent.

LE PROBLÈME EURO

Depuis des mois, les opérateurs spéculaient sur le montant des réserves d'or de la Banque centrale européenne (BCE), élément essentiel pour le marché étant donné l'importance des stocks européens par rapport aux stocks mondiaux. Ainsi, le 9 juin 1998, lors de la première réunion du conseil des gou-

verneurs de la BCE, Wim Duisenberg annonça qu'il existait un consensus dans le directoire pour fixer l'or à une proportion de 10-15 % des réserves de change de la banque. Cette annonce provoqua un véritable vent de panique puisque la plupart des analystes tablaient sur un chiffre tournant autour de 20 %. En effet, cet écart laissait présager des ventes massives alors même que le cours de l'once était en chute libre sur deux ans. Seule la publication du rapport d'exercice de la Banque de France, quelques jours après, calma les esprits. Celui-ci rappelle l'importance de l'or dans les stratégies de diversification de risque des banques centrales européennes, écartant ainsi toute menace de vente de l'Union monétaire européenne sur le marché de l'or. D'autant plus que ce rapport signale que : *«la détention d'or est politiquement un signe de souveraineté monétaire de crédibilité et d'indépendance de l'euro face au dollar»*. Un gage de sûreté puisqu'une fois l'euro en place, les banques centrales deviendront de simples gestionnaires, la politique monétaire étant confiée à la BCE, elles pourraient alors être tentées de se défaire de leurs réserves d'or pour des actifs plus rentables.

UN RETOUR EN GRÂCE ?

Depuis le plancher du mois d'août 1998, l'or semble s'être stabilisé après avoir trouvé quelques facteurs de soutien. Ainsi, le retour

de la confiance en Asie, confirmé par le raffermissement des devises locales vis-à-vis du dollar, pourrait relancer la demande de l'or, ce dernier étant libellé en dollar. De plus, l'accalmie en Russie permet d'écartier un risque de vente d'or de la Banque centrale russe.

Finalement, si la baisse de l'or reste acceptable à court terme, rien ne justifie ce phénomène à long terme. En fait, la supériorité de la demande physique par rapport à l'offre (500 tonnes en 1997) ne devrait-elle pas relancer le prix de l'or ? De la même façon, la diminution du recyclage de l'or et les révisions à la baisse de la production des mines ne contribueront-elles pas à soutenir les cours ? ■

“ La détention d'or est un signe d'indépendance de l'euro face au dollar. ”

Evolution des réserves de changes des banques centrales

(chiffres en milliards de DTS)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Mars 1998
RÉSERVES DE CHANGES SAUF OR	693,7	765,9	824,2	949,9	1 090,3	1 184,8	1 222,1
RÉSERVES D'OR (en millions d'onces *)	927,5	922,0	918,0	908,7	906,4	889,7	880,5
• dont pays développés	785,2	770,8	768	755	748,2	732,5	723,1
• dont pays en développement	142,3	151,2	149,6	153,7	158,2	157,2	157,4
RÉSERVES D'OR (en valeur)	224,8	262,2	241,0	236,4	232,8	191,4	198,4
RÉSERVES MONDIALES TOTALES	918,5	1 028,1	1 065,2	1 186,3	1 323,0	1 376,2	1 420,5
* 1 once = 1/16 livre							Source : FMI.