

Le marché de l'or et les réserves des banques centrales

Par **Nathalie AUFAUVRE**

Banque de France

Les banques centrales sont historiquement les témoins et les acteurs privilégiés des évolutions de l'or en tant qu'actif monétaire, puis financier. Jusqu'à la fin du XX^e siècle, la gestion des réserves d'or des banques centrales, principalement dans les pays développés, a été largement déterminée par le rôle de l'or en tant qu'actif monétaire. Puis celui-ci s'est effacé progressivement au profit d'une conception plus financière, à la faveur des crises financières qui se sont succédé depuis 2008. Ce contexte renouvelé a vu s'accroître le rôle des banques centrales des pays émergents qui sont devenues acheteuses nettes d'or.

Historiquement, les banques centrales sont des acteurs majeurs du marché de l'or. Aujourd'hui, l'or est-il une « relique barbare », comme le qualifiait Keynes⁽¹⁾, ou un actif essentiel, notamment en périodes d'aversion au risque ?

Dans cet article, nous nous attacherons, dans un premier temps, à retracer l'activité des banques centrales en matière de gestion de leurs réserves d'or, du milieu du XIX^e siècle à nos jours. Nous aborderons ensuite l'activité des banques centrales sur le marché de l'or en liaison avec le rôle monétaire pour l'or. Enfin, nous présenterons le regain d'intérêt pour l'or en tant qu'actif financier, à la fois comme valeur refuge dans des périodes de forte aversion au risque sur les marchés financiers et comme facteur de limitation du risque au sein d'un portefeuille diversifié.

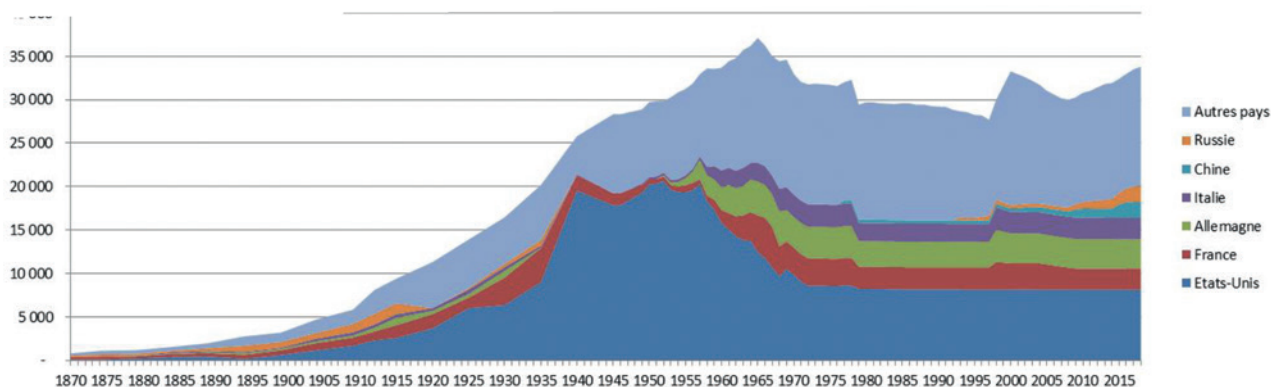
Les banques centrales détiennent aujourd'hui près d'un cinquième du stock d'or mondial

Les banques centrales des pays avancés sont des acteurs majeurs traditionnels du marché de l'or

Historiquement, les banques centrales, majoritairement celles des pays développés, sont des acteurs majeurs du marché de l'or à travers leur détention de réserves d'or importantes.

Dès le milieu du XIX^e siècle, les banques centrales des pays développés prennent progressivement une place

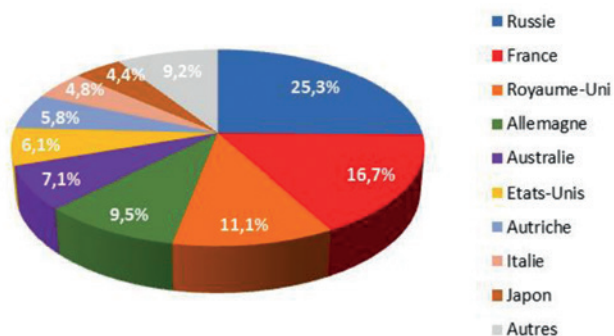
(1) KEYNES J. M. (1923), A Tract on Monetary Reform.



Graphique 1 : Évolution des réserves mondiales en or des banques centrales de 1870 à 2018.

Source : World Gold Council.

importante sur le marché de l'or à travers la détention de réserves allant croissantes. Ainsi, en 1900, les réserves mondiales des banques centrales s'élèvent à 3 175 tonnes, celles-ci étant essentiellement localisées aux États-Unis, en France, en Russie, au Royaume-Uni, en Allemagne et en Italie.

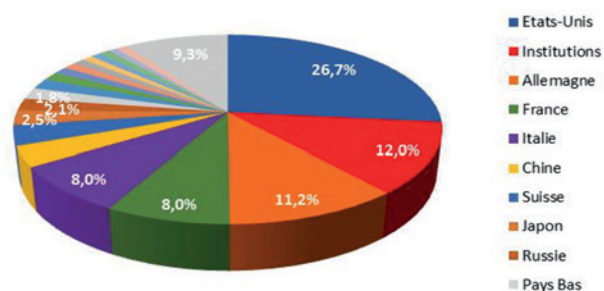


Graphique 2 : Répartition des réserves d'or des banques centrales à la fin du XIX^e siècle.
Source : World Gold Council.

Après une baisse des stocks d'or des banques centrales des économies avancées pour contribuer à l'effort de guerre, la sortie du second conflit mondial marque une période de reconstitution des réserves. Les réserves mondiales des banques centrales qui s'établissaient à 28 330 tonnes en 1945 atteignent ainsi un niveau maximum de 37 124 tonnes en 1965, avec une part dominante détenue par les États-Unis (12 499 tonnes, soit 32 % de l'ensemble des réserves d'or détenues par les banques centrales).

Après cette période d'expansion, les années 1970 sont marquées par une relative stabilité des réserves en or des banques centrales, une situation qui perdure jusqu'au milieu des années 1990. La répartition géographique des réserves demeure sensiblement la même avec une prépondérance marquée des banques centrales d'Europe et des États-Unis.

Les années 1990 constituent un tournant : en effet, les banques centrales deviennent vendeuses nettes d'or, comportement qui s'accroît à la fin des années 1990. Ainsi, de 1999 à 2009, les banques centrales procèdent à la vente de 3 884 tonnes, soit un volume de ventes annuel de près de 400 tonnes, ce qui représente un tonnage supérieur à la production annuelle de l'Afrique du Sud, qui

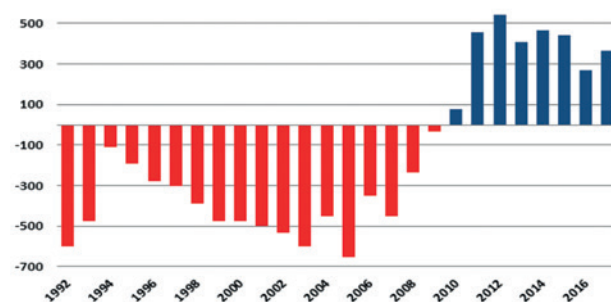


Graphique 3 : Répartition des réserves d'or des banques centrales en 2009.
Source : World Gold Council.

est alors le premier producteur mondial. Jusqu'en 2009, les banques centrales représentent la seconde source d'offre d'or derrière l'extraction minière. Les principales baisses des stocks d'or des banques centrales au cours de cette période sont observées en France (- 390 t), en Suisse (- 250 t), en Espagne (- 176 t) et aux Pays-Bas (- 82 t).

Les banques centrales des pays émergents jouent aujourd'hui un rôle prépondérant dans la constitution des stocks d'or

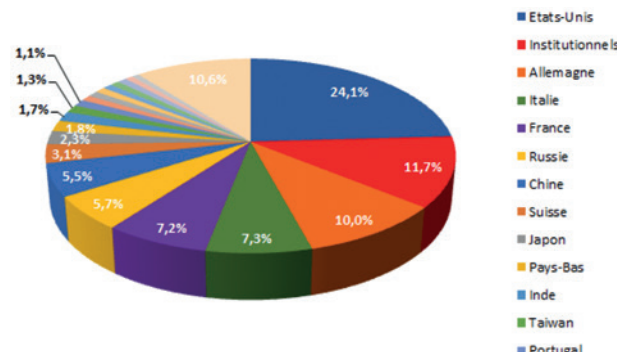
Après une longue période de réduction de leur détention de métaux précieux, l'un des développements les plus significatifs du marché de l'or consécutif à la crise financière de 2008 est le changement de positionnement des banques centrales à l'égard de cet actif, celles-ci redevenant des acheteuses nettes d'or.



Graphique 4 : Évolution du comportement des banques centrales sur le marché de l'or de 1992 à 2018, 2010 marquant une reprise des achats d'or par lesdites banques.
Sources : World Gold Council et Commerzbank.

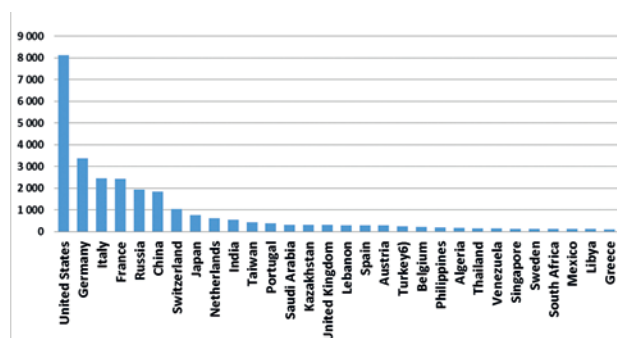
Ce comportement d'acheteur s'observe tout particulièrement chez certaines banques centrales des marchés émergents, dont l'appétit pour l'or s'est considérablement accru, favorisant une translation progressive du marché de l'or vers l'Asie. En 2017, les banques centrales ont ainsi été acheteuses nettes d'or à hauteur de 371 tonnes, marquant tout de même un léger repli par rapport à 2016 (390 tonnes).

En 2018, les réserves d'or mondiales s'élèvent à 33 734 tonnes, soit environ le cinquième du stock mondial d'or en surface. Si les principaux pays détenteurs des



Graphique 5 : Répartition des réserves d'or des banques centrales en juillet 2018.
Source : World Gold Council.

réserves mondiales d'or restent les États-Unis (8 133 t), l'Allemagne (3 372 t), l'Italie (2 451 t) et la France (2 436 t), les principales banques centrales acheteuses d'or sont désormais localisées dans des marchés émergents (Arabie Saoudite, Chine, Corée, Inde, Kazakhstan, Mexique, Russie, Thaïlande, Turquie...).



Graphique 6 : Les 30 premières banques centrales détentrices d'or en juillet 2018 (en tonnes).

Source : World Gold Council.

L'ensemble de ces réserves d'or représentent aujourd'hui encore une part significative des réserves de change des banques centrales ; une part qui dans certains pays peut représenter jusqu'à 75 % de celles-ci (les États-Unis, par exemple).

Rang	Pays	Détention (en tonnes)	Part de l'or dans les réserves officielles
1	États-Unis	8 133	75 %
2	Allemagne	3 372	70,3 %
3	Italie	2 451	67,8 %
4	France	2 436	63,4 %
5	Russie	1 890	17,6 %
6	Chine	1 842	2,4 %
7	Suisse	1 040	5,4 %
8	Japon	765	2,6 %
9	Pays-Bas	612	67,2 %
10	Inde	561	5,6 %
11	Taiwan	423	3,7 %
12	Portugal	382	63,3 %
13	Arabie Saoudite	323	2,7 %
14	Kazakhstan	318	42,6 %
15	Royaume-Uni	310	8,4 %
16	Liban	286	21,4 %
17	Espagne	281	17 %
18	Autriche	280	47,6 %
19	Turquie	238	10,3 %
20	Belgique	227	36 %
21	Philippines	196	10,4 %
22	Algérie	174	7,2 %
23	Thaïlande	154	3 %
24	Venezuela	150	64,3 %
25	Singapour	127	1,8 %
26	Suisse	126	8,5 %
27	Afrique du Sud	125	10,6 %
28	Mexique	120	2,8 %
29	Libye	116	6 %
30	Grèce	113	63 %

Tableau 1 : Le volume et la part de l'or dans les réserves de change des 30 premières banques centrales, en 2018.

Source : World Gold Council.

Le rôle monétaire de l'or

Le rôle-clé de l'or dans le système monétaire international

À la veille de la Seconde Guerre mondiale, l'or joue un rôle monétaire prépondérant en tant que composant principal de la masse monétaire en circulation au niveau national et en tant que référence du système monétaire international (système d'étalon de change-or, ou Gold Exchange Standard), justifiant des détentions importantes de ce métal précieux par les banques centrales des pays industrialisés, en Europe et aux États-Unis.

Mais la fin de la Seconde Guerre mondiale marque l'effacement progressif du rôle monétaire de l'or au niveau national, l'or cédant sa place dans les transactions à d'autres instruments de paiement⁽²⁾.

Au niveau international, l'or continue cependant de jouer un rôle important dans le nouveau système international, né de la signature des accords de Bretton-Woods le 22 juillet 1944⁽³⁾, un système fondé sur la convertibilité-or du dollar⁽⁴⁾. La création du Fonds monétaire international, en 1944, confirme le rôle central de l'or dans le nouveau système monétaire international, le cours de l'or étant fixé à 35 dollars l'once. En 1961, la mise en place d'un accord amiable entre banques centrales, connu sous le nom de Gold Pool, marque un premier effort de coopération visant à maintenir le cours officiel de l'or à 35 dollars. Cet accord prend fin en 1968 avec la mise en place d'un système hybride permettant aux banques centrales de s'échanger de l'or au cours officiel et d'effectuer des ventes d'or au secteur privé à un prix soumis à la loi de l'offre et de la demande.

L'effacement du rôle monétaire de l'or

Dans les années 1970, le rôle monétaire de l'or au niveau international cesse sous l'effet successif de la suspension de la convertibilité-or du dollar par le président américain Richard Nixon (août 1971), des premiers accords de régime de changes flottants (mars 1973) et de la signature des accords de la Jamaïque⁽⁵⁾ (8 janvier 1976).

À partir de 1976, l'effacement du rôle monétaire de l'or et l'absence de rendement associé à la détention de cet actif conduisent progressivement les banques centrales à se désintéresser de cet actif. Après une période de stabilité des réserves, les banques centrales deviennent progressivement vendeuses nettes d'or, ce qui conduit à la mise en place d'un cadre pour stabiliser le marché de l'or.

Ainsi, les Central Bank Gold Agreements (CBGA) permettent, à partir de 1999, d'encadrer les ventes d'or des

(2) Billets, monnaie scripturale ou monnaies métalliques frappées à partir d'autres métaux, tels que le bronze ou le cuivre.

(3) Système d'étalon de change-or ou Gold Exchange Standard.

(4) Sur la base du cours d'une once d'or (pour mémoire, 35 dollars).

(5) Les accords de la Jamaïque, qui réunissent les ministres des Finances siégeant au comité intérimaire du FMI, marquent l'abandon officiel du rôle monétaire de l'or au sein du système international et confirment l'abandon du système de parités de change fixes.

banques centrales afin de limiter leur impact dépressif sur le cours de l'or.

La mise en place du premier CBGA en septembre 1999 intervient au cours d'une période d'inquiétude croissante sur l'impact potentiel sur le cours de l'or⁽⁶⁾ de ventes massives et non coordonnées de ce métal précieux par des banques centrales, alors même que les réserves de l'ensemble des banques centrales représentaient à cette date un quart du stock d'or mondial. Quinze banques centrales nationales européennes⁽⁷⁾ (ainsi que la BCE) signent à Washington le premier CBGA, qui prévoit, d'une part, de limiter le volume agrégé de leurs ventes à 2 000 tonnes sur une période de cinq ans (soit 400 tonnes par an) et, d'autre part, de ne pas augmenter la quantité d'or qu'elles sont susceptibles de prêter au cours de cette même période. Cet accord met fin à la baisse du cours de l'or⁽⁸⁾ et constitue un facteur majeur du retour à la stabilité sur le marché de l'or.

Cet accord est suivi de trois autres CBGA (mars 2004, septembre 2009 et mai 2014). Chaque accord couvre une période de cinq ans : chacun d'eux est l'occasion

d'intégrer de nouveaux signataires et d'ajuster le volume d'or global pouvant être vendu par les banques centrales au cours de la période considérée. Le quatrième CBGA de 2014 a une couverture élargie, puisqu'il inclut vingt banques centrales européennes (et la BCE)⁽⁹⁾, mais il a une portée limitée dans un contexte où les banques centrales ne procèdent plus à des ventes d'or et sont même, pour certaines, redevenues acheteuses nettes d'or.

L'or en tant qu'actif financier

Après une longue période de relative stabilité dans les années 1980 et 1990, le prix de l'or, exprimé en dollar américain, a augmenté au début des années 2000. Cette hausse s'est accentuée avec la crise financière de 2008, jusqu'à un niveau record de 1 921 dollars l'once, atteint en septembre 2011, au moment de la crise des dettes souveraines européennes.

Des caractéristiques qui font de l'or un support d'investissement financier très apprécié

Le regain d'intérêt pour l'or s'explique par certaines caractéristiques de cet actif qui lui permettent de jouer un rôle de valeur refuge.

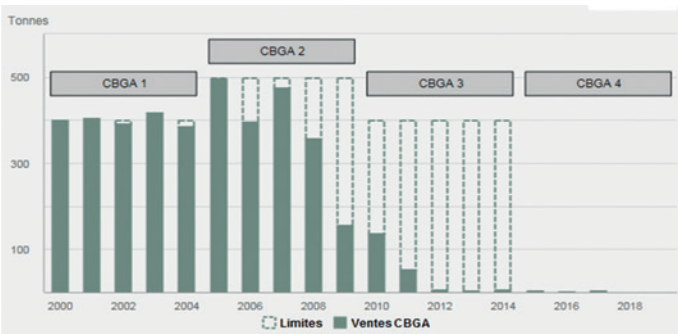
(6) Au cours des années 1990, le cours de l'or s'établissait à moins de 400 dollars américains en moyenne avec un point bas à 252 dollars en septembre 1999.

(7) En 1999, cet accord incluait les quinze banques centrales de la zone Euro ainsi que la Suisse, la Suède et le Royaume-Uni, représentant 45 % des réserves mondiales d'or.

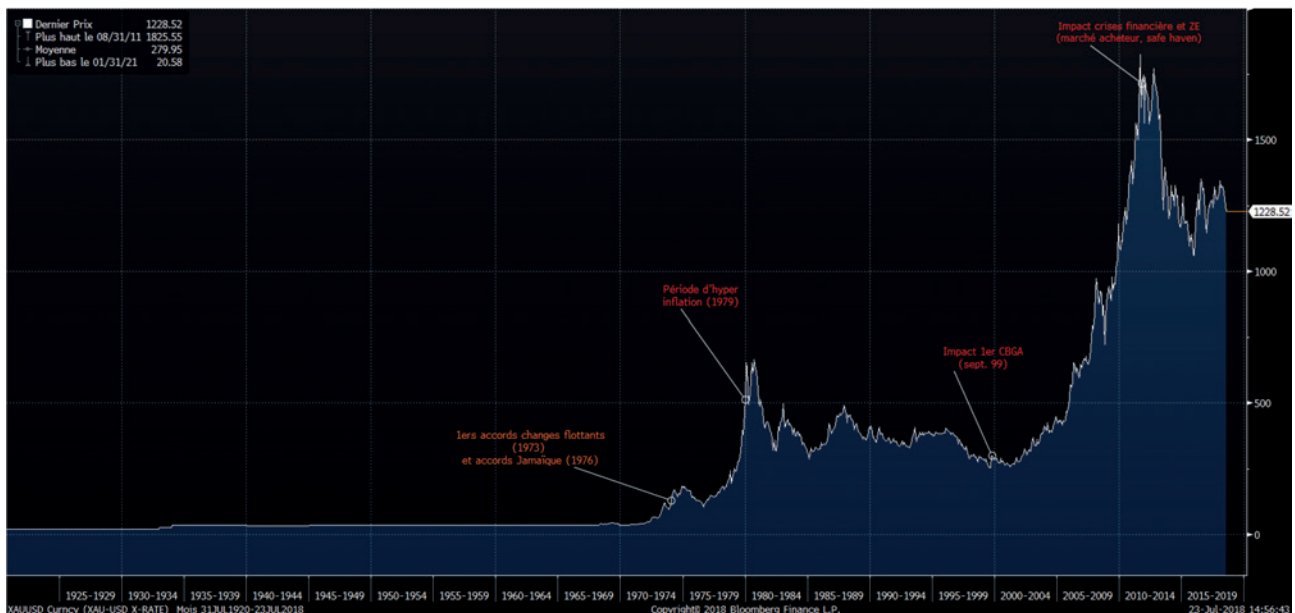
(8) Rebond à \$325 dans les jours suivant la signature de l'accord alors que le cours était de \$255 au moment de la signature.

(9) En juillet 2018, la BCE et les vingt banques centrales membres de l'accord CBGA représentent près de 30 % des réserves mondiales d'or officielles.

(10) Source : FMI, BCE et World Gold Council, données à fin juin 2017.



Graphique 7 : Ventes d'or réalisées dans le cadre des CBGA⁽¹⁰⁾. Source : World Gold Council.

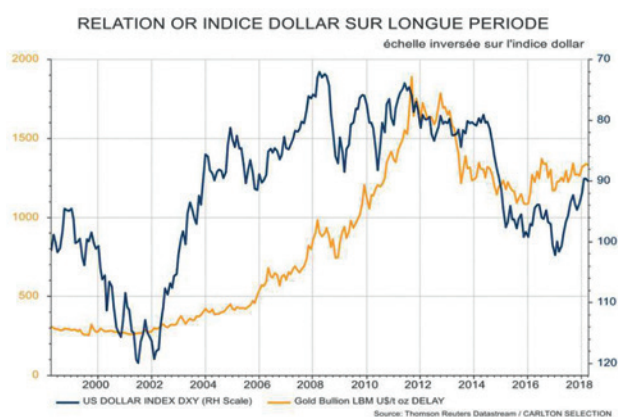


Graphique 8 : Évolution du prix de l'or depuis 1920. Source : Bloomberg.

D'abord, l'or présente des corrélations faibles voire négatives avec d'autres actifs financiers, utiles pour la constitution d'un portefeuille optimal⁽¹¹⁾.

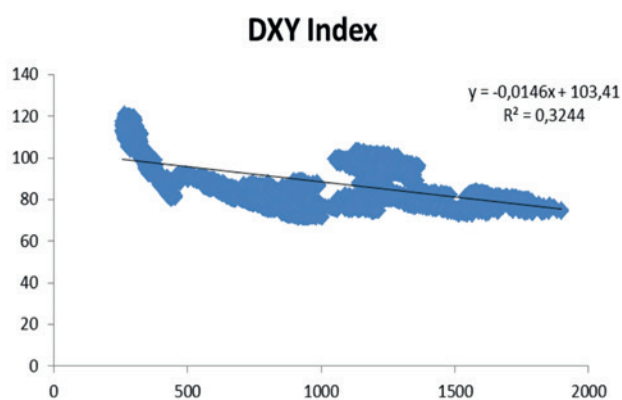
Il est en outre particulièrement recherché en cas de crise financière ou de volatilité significative sur les marchés financiers, lorsqu'augmente la probabilité d'un risque de perte extrême sur une classe d'actifs. La succession de crises financières ayant affecté la confiance des investisseurs, ceux-ci se tournent vers l'or en tant que valeur refuge, cet attrait constitue l'un des principaux facteurs explicatifs de la tendance haussière alors observée.

La détention d'or constitue également un instrument de couverture contre le risque d'une exposition significative aux variations du cours du dollar américain. L'once d'or étant majoritairement cotée en dollars, une hausse de la devise américaine fera mécaniquement baisser le prix de l'or et diminuera de fait son attractivité pour un investisseur étranger. La corrélation à long terme entre l'or et le dollar est donc négative : elle offre aux détenteurs d'or une protection naturelle contre une baisse du dollar.



Graphique 9 : Relation entre le prix de l'or et l'évolution du cours du dollar.

Source : Bloomberg.

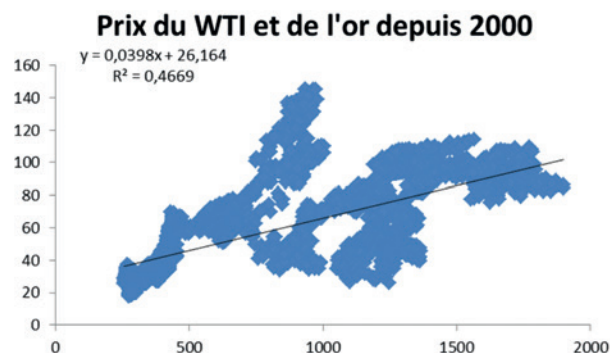


Graphique 10 : Relation entre le prix de l'or exprimé en dollar par once (x) et le taux de change effectif du dollar (y) depuis 2000.

Source : Bloomberg.

Par ailleurs, l'or représente également un instrument privilégié pour des gestionnaires de portefeuille soucieux de se protéger contre l'inflation, l'or faisant partie des catégories d'actifs⁽¹²⁾ dont la valeur augmente pendant les périodes de forte inflation.

Le prix de l'or présente également une corrélation positive avec le prix des autres matières premières, du pétrole en particulier. L'or étant lui-même une matière première, son cours est naturellement influencé par les conditions de sa production minière. Une proportion sensible des dépenses des compagnies minières relatives à l'exploration, à l'extraction et à la production d'or varie donc en fonction de l'évolution des prix de l'énergie. Ces compagnies auront ainsi tendance à répercuter les variations du prix du pétrole dans le prix de vente de l'or extrait.



Graphique 11 : Relation entre le prix de l'or exprimé en dollar américain par once (x) et le prix du premier contrat « future » WTI exprimé lui aussi en dollar (y), depuis 2000.

Source : Bloomberg.

Enfin, il convient de noter qu'un environnement de taux d'intérêt bas constitue également un facteur d'attractivité de l'or, du fait du coût d'opportunité relatif à son portage qui diminue lorsque les taux précités diminuent.

Ces caractéristiques favorisent une demande croissante de l'or à des fins d'investissement

Bien que la demande porte principalement sur l'or physique, en particulier la production de bijoux (53 %) portée par le dynamisme traditionnel des marchés indien et chinois, la part de la demande d'or à des fins d'investissement s'est sensiblement accrue, passant de moins de 10 % en 2001 à 30 % aujourd'hui.

Face à cette inflexion, les marchés financiers ont su innover pour faciliter l'accès des investisseurs à ce marché et améliorer le rendement d'un actif traditionnellement peu rémunérateur, ce qui se traduit aujourd'hui par une multiplicité des supports d'investissement.

Les *swaps* or (contrat prévoyant un échange d'or contre des devises lors de la mise en place de l'opération et un échange en sens inverse à l'échéance du contrat à un prix de l'or fixé lors de la signature du contrat) permettent aux détenteurs d'or de le prêter en dégageant un rendement sur la période de prêt.

(11) Au sens de la détermination d'un couple rendement/risque efficient selon Harry Markowitz.

(12) Les autres actifs protégeant contre l'inflation sont les obligations indexées sur l'inflation et l'immobilier.

Les dépôts or permettent également aux acteurs financiers de prêter leur or pour une durée déterminée et de bénéficier d'une rémunération.

Les Exchange Traded Funds (ETFs) or, lancés en 2003, sont des titres cotés en continu, à l'instar des actions, et sont échangeables sur des marchés organisés, adossés à un actif physique (l'or). Ils ont connu une progression marquée depuis la crise financière, avec un encours de 2 430 tonnes en mai 2018 contre 700 tonnes en 2007. Les ETFs or permettent aux investisseurs de bénéficier d'une

exposition au prix de l'or sans avoir à stocker physiquement cet actif. Fin mai 2018, la capitalisation des 10 principaux ETFs représentaient 66 % du marché total, dont 47 % des encours pour les deux plus importants ETFs, que sont SPDR Gold Shares (State Street) et iShares Gold Trust (Blackrock)⁽¹³⁾.

(13) Respectivement 847 tonnes (SPDR) et 286 tonnes (iShares).