

La place de l'or dans l'épargne des Français et les moyens pour la mobiliser

Par François de LASSUS
CPoR Devises, groupe Tessi

La France a représenté, jusqu'à la fin des années 1960, la référence du marché de l'or physique d'investissement dans le monde, tant les volumes d'échanges étaient importants : ce dynamisme du marché allant de pair avec la constitution d'un bas de laine or record d'au moins 3 000 tonnes. À partir des années 1970, si le marché a chuté de façon inexorable, le niveau du bas de laine est resté, quant à lui, quasiment inchangé alors qu'il aurait dû baisser à due proportion. De fait, les épargnants français, qui pour 80 % d'entre eux détiennent de l'or acquis au cours des années glorieuses du marché ou par héritage, ne souhaitent pas vendre aussi longtemps que sur cet actif reposera une taxe à la revente dont le taux est jugé trop élevé et quasi confiscatoire. Il n'en reste pas moins que 8 % des détenteurs seraient certainement prêts à vendre si la législation évoluait dans un sens plus favorable. Libérer ne serait-ce que 5 % de cet or permettrait de mobiliser pour l'économie l'équivalent de 4,5 milliards d'euros.

La France, un pays qui fut longtemps le leader du marché de l'or investissement

L'histoire montre qu'en temps de tensions politiques, économiques et sociales, les Français (à l'instar d'une majorité d'épargnants dans le monde) achètent de l'or, qui est considéré historiquement comme une valeur refuge. Cette spécificité de l'or repose notamment sur sa valeur intrinsèque, sa liquidité, sa non-corrélation (ou alors négative) avec la plupart des actifs financiers ainsi que son absence de risque émetteur pour les pièces et lingots.

L'évolution du marché de l'or à Paris, depuis les années 1940

De 1940 à 1945, le marché noir était particulièrement florissant. Les cours officiels du Napoléon ont reflété les craintes et les espoirs des Français. La pièce est cotée 500 francs en juillet 1940, 1 000 FF en septembre, 2 050 FF en février 1941 et 4 300 FF en novembre 1942, avant de revenir à 3 500 FF au moment du débarquement allié en 1944.

La France a de nouveau autorisé le commerce de l'or après la guerre, en instituant un marché officiel de l'or à la Bourse de Paris, lequel a ouvert le 19 février 1948. Cette création d'une cotation de l'or physique sur un marché régulé faisait figure d'exception dans le monde, puisque la cotation de l'or se faisait de gré à gré. À noter tout de

même que ce marché officiel n'était limité qu'aux seuls produits d'or physique admis à la cote à la Bourse de Paris. Aussi, aux yeux des opérateurs internationaux, le marché de Paris apparaissait trop franco-français...

La France d'après-guerre, dans les années 1950 à 1970, était le leader du marché de l'or investissement. Le volume moyen des transactions était de 200 à 300 tonnes par an, avec des pointes à 450 tonnes en 1958 (émissions des emprunts Pinay indexés sur l'or) et à 600 tonnes en 1968 (ce qui n'était pas dû uniquement aux « événements », mais également à la suspension des transactions de l'or avec l'étranger et à l'introduction de la cotation des barres).

À partir des années 1970, le marché de l'or investissement en France baisse sans discontinuer en volume (passant de 250 à 139 tonnes en 1971). À cela, plusieurs raisons :

- la démonétisation de l'or voulue par le président Nixon, dès l'année 1971 ;
- la désaffection du public vis-à-vis des placements or au profit du dynamisme d'autres valeurs mobilières comme les actions et les obligations ;
- l'introduction de la taxe forfaitaire sur les ventes en janvier 1977 et son évolution à la hausse : ainsi, elle est passée de 4 à 6 % en janvier 1981, puis à 6,5 % en 1985, à 7 % en 1986, à 7,5 % en 1992, à 10 % en 2014 et à 11 % aujourd'hui ;
- la suppression de l'anonymat des transactions en 1981

qui, bien que rétabli en 1986, a été considérablement restreint dans la pratique, dès 1993.

Il en a résulté une réduction substantielle du volume des échanges qui conduisit à la fermeture du marché de l'or sur Euronext en 2004 (la faiblesse des transactions ayant entraîné une baisse du nombre des opérateurs à un niveau inférieur à celui nécessaire à l'établissement technique d'une cotation officielle). Notons que, depuis cette fermeture, le premier intervenant sur le marché en France, qui en assure de fait la liquidité, indique chaque jour (à 13 heures) les cours de référence auxquels sont répondus tous les ordres passés par les particuliers auprès des établissements financiers et des professionnels agréés. Il se réfère pour cela au cours international de l'or ainsi qu'à l'offre et à la demande des produits d'or (pièces, lingotins et lingots) les plus échangés.

Les Français figurent parmi les champions mondiaux de la thésaurisation de l'or

Il s'agit là d'une véritable tradition nationale. Il est assez difficile de connaître le montant exact de ce bas de laine. Cependant, en s'appuyant sur les frappes successives de lingots et de pièces (515 millions de pièces Napoléon frappées entre 1803 et 1914) et sur un volume de transactions qui varie entre 200 et 300 tonnes par an des années 1950 aux années 1960 sur le marché officiel de l'or à la Bourse de Paris, les spécialistes s'accordent sur une fourchette de 3 000 à 3 500 tonnes d'or qui seraient thésaurisées par les particuliers français (un tiers sous forme de lingots et deux tiers sous forme de pièces, principalement des Napoléons). Le GFMS (Gold Fields Minéral Services Ltd) estimait, en 2000, le bas de laine des Français à 3 600 tonnes. Bien que non publiées, les sources autorisées l'estiment de nos jours à un chiffre de 3 300 tonnes. Ce qui représente tout de même 900 tonnes de plus que le stock détenu actuellement par la Banque de France, lequel atteint les 2 436 tonnes (site du Conseil mondial de l'or : www.gold.org). En valeur, le bas de laine or français représente près de 100 milliards d'euros⁽¹⁾.

L'épargne or est plutôt bien répartie dans la population française

Une enquête Ipsos réalisée en 2014 montre que 16 % des Français déclarent posséder ou avoir possédé de l'or sous forme de pièces ou de lingots. Ces 16 % de détenteurs (voir la Figure 1 ci-contre) reflètent une représentation de l'ensemble de la population française (13 % de ménages à revenus modestes, 13 % d'ouvriers, 17 % d'employés, 20 % de cadres et 20 % de ménages à revenus élevés). L'or n'est pas un produit de riche, bien au contraire, c'est plutôt un placement populaire. 80 % des personnes qui détiennent cet or l'ont obtenu par héritage ou donation, et 73 % le détiennent depuis plus de dix ans.

Une fiscalité qui fige le bas de laine des Français

Les ventes d'or sont soumises aux deux régimes distincts de fiscalité suivants :

- soit à la taxe forfaitaire sur les métaux précieux (TFMP), qui s'applique sur la totalité de la vente, qu'il y ait ou non une plus-value. Le taux de cette taxe n'a cessé d'aug-

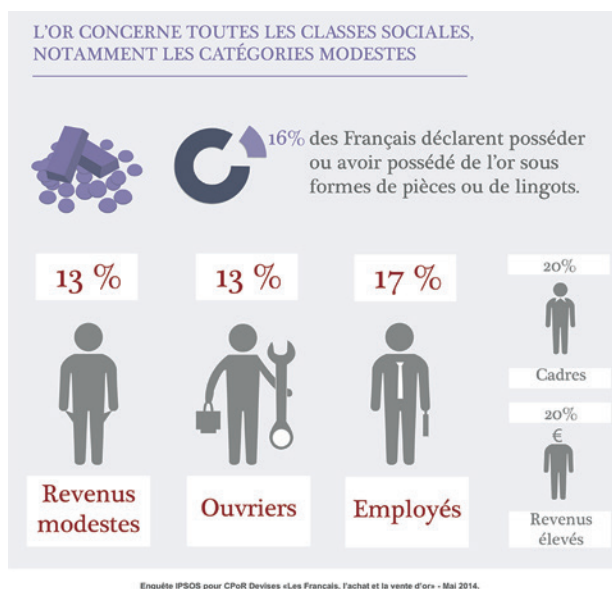


Figure 1.

menter depuis sa création, en 1976. Il est aujourd'hui de 11,5 % (dont 0,5 % au titre de la CRDS). Cette taxe ne rapporte, bon an, mal an, que de 70 à 80 millions d'euros, exception faite de l'année 2012 où elle a culminé à 100 millions, essentiellement sous l'effet de l'explosion de la vente de vieil or (bijoux et débris destinés à la fonte) et non de celle de pièces et lingots (voir le Tableau ci-dessous) ;

TFMP	LF ¹	LFR ²	LR ³ (montant réel)
2013	92,4	92	70
2014	122	101	76
2015	94	82	73
2016	84	75	79,5
2017	76,8	76	Non disponible
2018	78,2		

(1) Loi de finance initiale.

(2) Loi de finance rectificative.

(3) Loi de règlement.

Tableau 1 : Évolution des recettes annuelles estimées et réalisées de la TFMP.

- soit au régime de taxation des plus-values sur biens meubles au taux de 36,2 % (en incluant l'impact de la hausse de 1,7 % de la CSG au 1^{er} janvier 2018). Cette option introduite en 2006 bénéficie aux acheteurs arrivés sur le marché à la faveur de la crise de 2008. Elle ne peut en aucun cas bénéficier aux Français dont le bas de laine résulte d'un héritage ou d'une donation : ils ne peuvent pas de fait justifier de la date et du prix d'acquisition de leur or, condition nécessaire à l'exercice de cette option.

L'or investissement, un marché dynamique dans le monde et l'Union européenne, à l'exception de la France

Comme nous l'avons vu précédemment, l'or en tant que placement investissement s'est trouvé relégué au second

(1) Sur la base d'un prix du gramme d'or à 30 €.

plan à partir des années 1980, suite notamment au rapide développement des marchés financiers.

Cependant, les années 2000 ont marqué un regain de l'intérêt des investisseurs à la fois institutionnels et particuliers pour l'or. Une combinaison de facteurs, qui bien souvent interagissent entre eux, explique cet activisme sur le marché de l'or :

- la hausse du cours de l'or qui, entre 2000 et 2012, a été multiplié par 5 (voir la Figure 2 ci-contre), « superformant » ainsi le rendement de la plupart des autres actifs financiers et alternatifs ;
- l'émergence de nouvelles puissances économiques, telles que la Chine et l'Inde, qui s'est traduite par une croissance de la capacité d'investissement des populations de ces pays, lesquelles ont une affinité historique et culturelle avec l'or appréhendé comme un instrument d'épargne. À noter qu'à elles deux, la Chine et l'Inde pèsent près de 50 % du total de la demande d'or (toutes utilisations confondues) ;
- un environnement concurrentiel et législatif plus favorable, telles que :
 - d'une part, l'exonération de la TVA sur l'achat d'or physique aux fins d'investissement (pièces et lingots), laquelle a été étendue en 2000 à l'ensemble des États membres de l'Union européenne, pérennisant ainsi les régimes d'exception existant dans certains pays (France, Luxembourg, Belgique) et permettant la libéralisation d'autres marchés à fort potentiel (l'Allemagne et l'Autriche, notamment) ;
 - d'autre part, l'introduction, à partir de 2003, sur les principales places financières de fonds indiciels (ou produits similaires) adossés à de l'or physique (appartenant aux détenteurs des titres) et répliquant à l'identique l'évolution du cours de l'or. Ces ETFs ou ETCs ont connu un véritable succès auprès des investisseurs (notamment les institutionnels), comme l'illustre le nombre de tonnes d'or déposées à titre de garantie (voir la Figure 3 ci-dessous).

Spot gold price in USD



Figure 2 : Évolution du cours de l'or.

- La crise des *subprimes* (ou actifs dits toxiques) de 2008 qui a détourné des marchés financiers un grand nombre d'investisseurs et d'épargnants au profit des actifs réels. Ainsi, l'on a assisté à une hausse remarquable de la demande pour l'or physique d'investissement dans le monde, avec en Europe, une renaissance de l'appétit pour les pièces et lingots (voir les Figures 4 ci-après et 5 de la page suivante). Pour leur part, les Français ont suivi cette tendance en devenant acheteurs nets à partir de 2009.

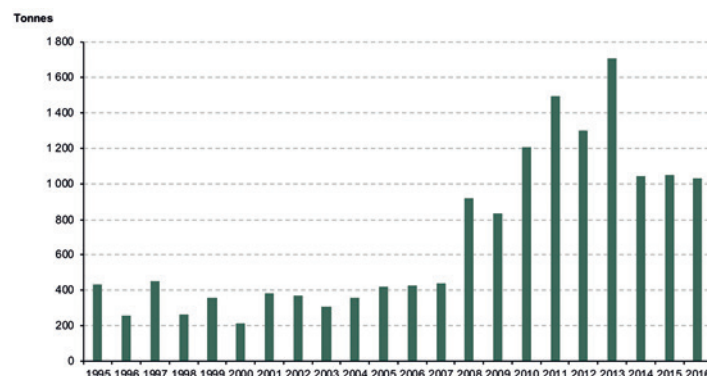


Figure 4 : Demande mondiale pour les pièces et lingots en volume. Sources : Metals Focus ; GFMS, Thomson Reuters ; World Gold Council.

Assets Under Management

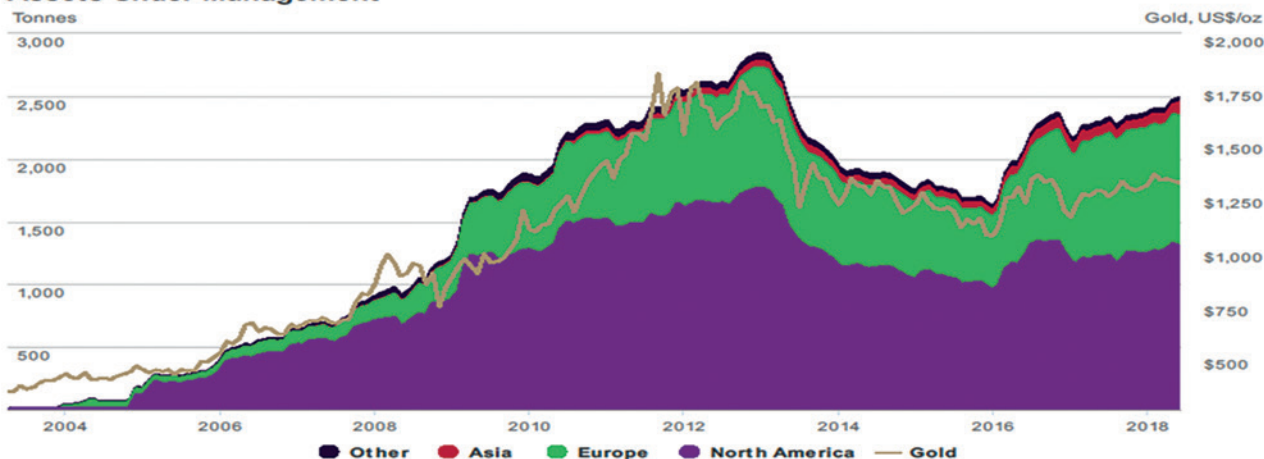


Figure 3 : Évolution de la répartition géographique et du cumul du tonnage d'or physique gageant les ETFs/ETCs.

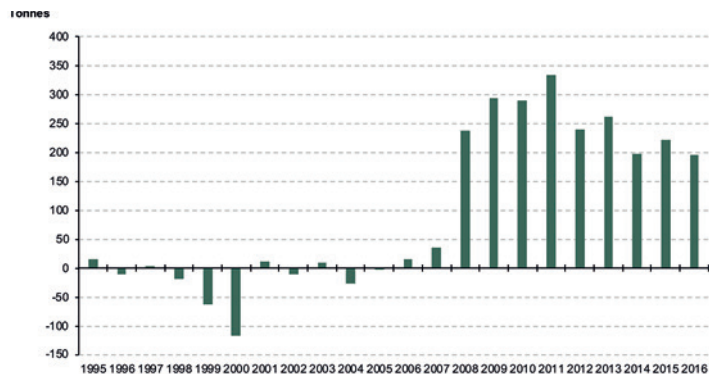


Figure 5 : Demande européenne pour les pièces et lingots en volume.
Sources : Metals Focus ; GFMS, Thomson Reuters ; World Gold Council.

Après 2012, la demande d'or physique s'est contractée. Une contraction vis-à-vis de laquelle le marché a fait preuve de résilience puisque, bon an, mal an, si l'on se réfère à la moyenne des cinq dernières années, cette demande tourne toujours autour des 1 000 tonnes d'or.

Contrairement à elle, tous les voisins européens de la France sont très actifs sur le marché de l'or investissement (ainsi le marché allemand de l'or pèse 120 tonnes contre seulement 9 en France⁽²⁾) et ne taxent pas les ventes d'or réalisées sous la forme de pièces, de lingotins ou de lingots (c'est le cas notamment de la Belgique), sauf si elles sont réalisées dans les six mois après l'acquisition (au Luxembourg) ou au cours de l'année de celle-ci (en Allemagne) : il y a là un risque de sortie de capitaux de la part de particuliers peu scrupuleux qui passent les frontières pour aller vendre leurs lingots ou leurs pièces d'or dans des pays dont la politique fiscale est nettement plus conciliante et dépenser sur place le produit de leurs cessions.

Pays de l'UE (hors Suisse)	Imposition	Taxation forfaitaire	Barème IR Taux marginal	Plus-value	Commentaires
France	Oui	11,5 %		* Sur option - 36,2 %	* Exonéré après 22 ans
Belgique	Non				Pas d'imposition sur les plus-values
Allemagne	Non sauf*			* Si revente dans l'année	
Luxembourg	Non sauf*			* Si revente dans les six mois	*

Tableau 2 : Tableau comparatif de la fiscalité sur l'or appliquée dans différents pays de l'Union européenne (principaux marchés actifs aux frontières de la France).

Comment dynamiser et mobiliser l'épargne or des particuliers ?

Un paradoxe très français

Les Français ont toujours figuré dans le peloton de tête des champions de l'épargne en Europe : ils restent les deuxièmes « fournis » avec un taux d'épargne de 14 %, contre 17 % pour les Allemands et seulement 4 % pour

les Britanniques. Mais chose nouvelle, les Français déposent de moins en moins leur argent sur des livrets A, sur des assurances vie ou autres produits d'épargne : ils déposent aujourd'hui leurs économies sur leur compte courant (430 milliards d'euros en 2017). En y ajoutant les 84 milliards d'euros figés par l'effet de la TFMP, le bas de laine de l'épargne totale des Français représentait 514 milliards d'euros au titre de cette même année 2017.

D'un côté, les Français n'ont jamais eu autant d'« argent dormant » et donc non productif, de l'autre, l'économie française n'a jamais eu autant besoin de financement, et ce dans tous les secteurs : agriculture, TPE/PME, start-ups, innovation, santé. Ce besoin en investissement de l'économie est tel que l'État ne peut seul y répondre, et ce même en cédant certains de ses actifs.

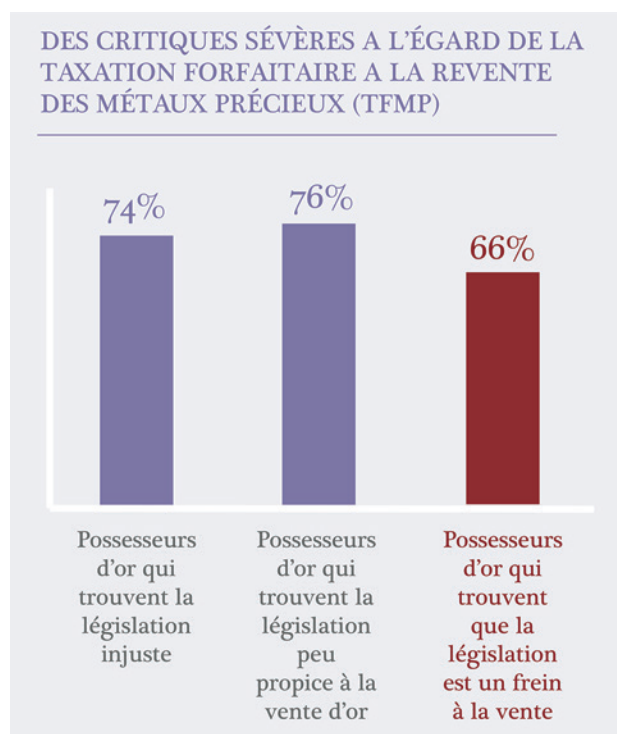


Figure 6.

Les éléments susceptibles de libérer le bas de laine

Selon une enquête réalisée en 2014 par Ipsos pour CPoR Devises, « Les Français et l'or », 50 % des particuliers détenteurs d'or se déclarent prêts à vendre celui-ci en cas d'évolution favorable de la fiscalité ; 8 % précisent qu'ils vendraient « certainement » leur or, si la taxe (TFMP) évoluait – dans le sens d'une harmonisation – à la baisse (par exemple, un alignement sur le régime de taxation des bijoux, à 6,5 %, avec une franchise de 5 000 euros) ou pour saisir toute autre opportunité qui, elle aussi, irait dans un sens favorable, comme une exonération tempo-

(2) Moyenne du solde net entre achats et ventes réalisés au cours des six dernières années (sources : Metals Focus, GFMS, Thomson Reuters, World Gold Council).

Estimation selon taux de TFMP	TFMP 2018 à 11 %	TFMP Bijoux à 6 %	Exonération de TFMP (12 mois)
Total des ventes d'or (en euro)	700 millions	8,4 milliards	2,625 milliards
TFMP	70 millions	504 millions	
CRDS (à 5 %)	3,5 millions	42 millions	13 millions

Tableau 3 : Tableau des simulations des recettes en cas d'harmonisation à la baisse ou d'exonération temporaire de la TFMP.

raire de la taxe en contrepartie d'un effort d'investissement – bien qu'une telle mesure inciterait moins de détenteurs à vendre qu'une baisse de la taxe (voir le Tableau ci-dessus).

Deux propositions et les bénéfices à en attendre pour l'économie

Considérons tout d'abord la proposition suivante : une exonération temporaire d'un an de la TFMP (exceptée la CRDS de 0,5 %) pour les détenteurs d'or à la condition expresse que ceux-ci reversent tout le produit de la vente *via* les collecteurs professionnels, notamment bancaires⁽³⁾, avec un fléchage, par exemple, vers des produits servant au financement des entreprises ou au développement de l'agriculture.

Dans l'hypothèse d'une libération de 2,5 % du montant total du bas de laine or des Français (comme celle retenue dans les amendements n°379 et 380 déposés par Mme Bernadette Laclais, députée de la Savoie, lors du PLFR 2016), il serait alors possible d'injecter au minimum 75 tonnes d'or sur le marché, soit 2,625 milliards d'euros dans le financement de l'économie, dont 13 millions au titre de la CRDS.

Une telle contribution de l'or à l'effort national engagé en faveur de la reprise économique si elle intervenait rappellerait les grandes campagnes du XX^e siècle appelant les Français à se séparer de leur or pour soutenir les efforts de guerre. Il s'agit aujourd'hui de mobiliser l'épargne d'or figée des particuliers pour soutenir l'effort de redresse-

ment dans le cadre de la « guerre économique ».

Considérons maintenant la proposition suivante : un alignement du taux de la TFMP sur celui de la taxe sur les bijoux. Une vente de 8 % de l'or thésaurisé par les particuliers conduirait à libérer 240 tonnes d'or, soit l'équivalent de 8,4 milliards d'euros susceptibles d'être injectés dans l'économie française, sans oublier un montant remarquable de 546 millions d'euros correspondant au produit de la taxe forfaitaire (dont 42 millions d'euros au titre de la CRDS).

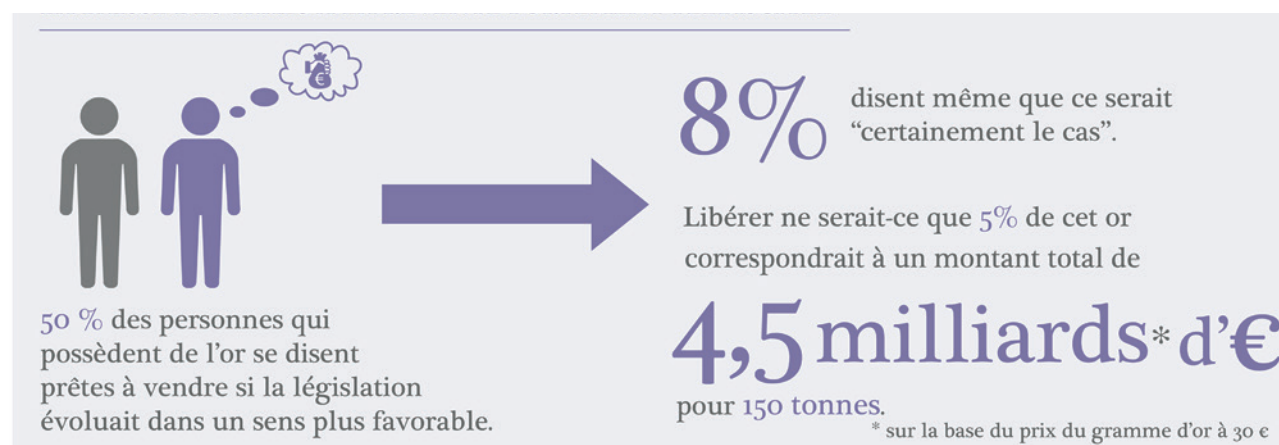
Pour conclure, nous soulignerons le fait que l'Inde et la Turquie sont déjà à la manœuvre pour mobiliser le bas de laine or très conséquent de leurs citoyens.

Bibliographie

CPoR Devises (2018), « La place de l'or dans l'épargne des Français et les moyens pour la mobiliser », Paris, juillet.

SIOU B., MARCK B. & CHAUMONT J. (1982), « L'or, valeurs, placements, bijoux... », Intergold/Nathan.

(3) La traçabilité des opérations a été rendue possible par l'instauration de l'interdiction du paiement en espèces, dès le premier euro, des achats faits par les professionnels auprès des particuliers et par l'obligation faite aux opérateurs de déclarer annuellement tous leurs achats d'or réalisés auprès des particuliers avec mention de l'identité du vendeur, deux mesures qui sont entrées en vigueur respectivement en 2011 et en 2013.



Enquête IPSOS pour CPoR Devises « Les Français, l'achat et la vente d'or » - Mai 2014.

Figure 7.

HOANG T. H. V. (2010), « Le marché parisien de l'or de 1941 à 2009 : histoire et finance », École doctorale des sciences de l'homme et de la société, Université d'Orléans.

BRUNNEL D. (2015), *La Banque de France dans la Grande Guerre*, Le Cherche Midi.

CHENG A. & KLAPWIJK P. (2001), "Retail gold investment and private investor stocks-A review", World Gold Council/Gold Fields Mineral Services.

GOPAUL K., HEWITT A. & STREET L. (2017), "Germany's golden decade", World Gold Council.

IPSOS (2014), « Les Français, l'achat et la vente d'or », une enquête Ipsos/Steria pour CPoR Devises.

JACQUE M. (2016), « L'Inde à l'offensive pour réduire ses achats massifs d'or », *Les Échos*.

JACQUE M. (2016), « Ankara veut vider les bas de laine des épargnants », *Les Échos*.

Sites Internet : www.gold.org ; www.metalsfocus.com ; www.cpordevises.com