

De l'or monétaire à l'or financier

Par Tanguy AUBERT
et Christian PFISTER ⁽¹⁾

Banque de France, direction générale des Statistiques

L'or a vu son rôle d'actif monétaire s'effacer progressivement, d'abord dans les transactions, puis dans l'organisation du système monétaire international, au point de disparaître en 1973. Du point de vue du public, il peut toutefois encore jouer un rôle en tant qu'actif financier, en fournissant une protection contre l'inflation sur la très longue période et en tant que valeur refuge lors de crises au niveau mondial, mais pas forcément au niveau régional.

Depuis sa mise en exploitation, l'or a toujours constitué une matière première pour la confection d'objets, notamment de parures. Dès l'Antiquité, il est utilisé dans les transactions et pour la constitution de trésors. Cependant, ce n'est qu'à partir du XVII^e siècle et de l'organisation des paiements autour des banques centrales (la première d'entre elles, la Banque de Suède – Sveriges Riksbank – est créée en 1668) que l'or est placé au centre de véritables systèmes monétaires ⁽²⁾. Partant du constat d'un effacement progressif du rôle de l'or en tant qu'actif monétaire, en France et dans le monde, et se plaçant du point de vue du public, cet article s'interroge sur le rôle que l'or peut encore jouer en tant qu'actif financier.

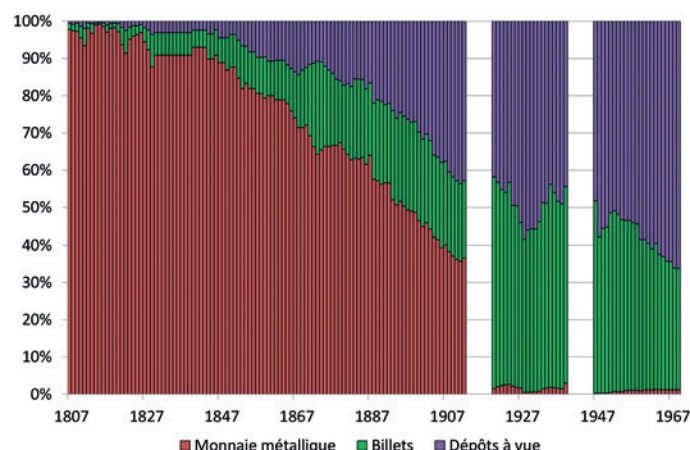
L'effacement de l'or en tant qu'actif monétaire

Dans les transactions, tout d'abord au niveau international, puis au niveau national, l'or a cessé de représenter un actif monétaire significatif dès la Première Guerre mondiale. Il a néanmoins continué à jouer un rôle important dans l'organisation du système monétaire international, plus précisément dans celle du système de change, du moins jusqu'en 1973.

L'utilisation de l'or dans les transactions ⁽³⁾

L'exemple pris ici est celui de la France. Durant la première moitié du XIX^e siècle, la monnaie métallique, c'est-à-dire principalement l'or, constitue l'essentiel de la masse monétaire au sens étroit (M1), elle est utilisée dans les transactions ⁽⁴⁾. En 1847, la monnaie métallique représente 89 % de cette masse, contre 7 % pour les billets et 4 % pour les dépôts à vue (voir le Graphique 1 ci-contre). Sous la II^e puis la III^e République, ces deux derniers actifs monétaires, plus particulièrement le second, se développent rapidement, au point qu'en 1912, ils représentent respectivement 21 et 43 % de M1, contre seulement 37 % pour la monnaie métallique. Avec l'instauration du cours forcé lors de la Première Guerre mondiale, transitoirement levé entre 1928 et 1936, et définitivement adopté en 1936, le système d'étalon-or prend fin. Après la Seconde Guerre

mondiale, l'or cesse de jouer un rôle dans les transactions, au profit tout d'abord du billet puis des dépôts à vue, tandis que les monnaies d'appoint en cuivre, en bronze, en cupronickel et en aluminium représentent la totalité de la monnaie métallique en France.



Graphique 1 : Composition de la masse monétaire M1 en France (encours en %) de 1807 à 1970 (Source : SAINT-MARC Michèle, *Histoire monétaire de la France 1800-1980*, Presses universitaires).

(1) Les vues exprimées dans cet article sont celles des auteurs et n'engagent nullement la Banque de France ou l'Eurosysteme. Nous remercions Vincent Bignon et Alain Duchateau pour leurs remarques et restons seuls responsables d'éventuelles erreurs.

(2) BIGNON V. (2018), « Exotisme des pièces d'or et gouvernance des systèmes monétaires », article publié dans ce numéro de *Réalités Industrielles*, série de *Les Annales des Mines*.

(3) Les données utilisées sont issues de SAINT-MARC M. (1983), *Histoire monétaire de la France 1800-1980*, Presses Universitaires de France.

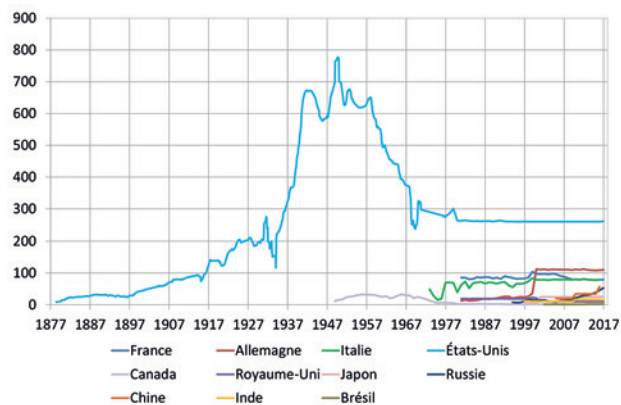
(4) La part des pièces d'or dans la monnaie métallique en circulation est estimée à 82 % en 1847 et à 92 % en 1909, avec une montée progressive de cette part entre ces deux dates. SICSIC P. (1989), « Estimation du stock de monnaie métallique en France à la fin du XIX^e siècle », *Revue économique* 40(4), pp. 709-736. Il est toutefois probable que les pièces d'argent, de dénomination plus faible que les pièces d'or, étaient beaucoup plus utilisées dans les transactions.

L'or dans le système monétaire international

En dépit de l'abandon de l'étalon-or, le métal jaune a continué à jouer un rôle important dans la fixation des taux de change entre les monnaies, à travers la détermination de la valeur des monnaies en poids d'or. Après la Première Guerre mondiale, la livre britannique, jusqu'en 1931, et le dollar américain, *de facto* jusqu'en 1971, *de jure* jusqu'en 1976, restent les deux seules monnaies convertibles en or, au niveau international. Ainsi, les banques centrales peuvent alors demander à la Fed la conversion des dollars qu'elles détiennent contre de l'or ; c'est le système de l'étalon de change-or. Le lien entre l'or et les changes pouvait néanmoins être à l'occasion rompu en recourant à des dévaluations, notamment lorsqu'un pays se trouvait très endetté vis-à-vis de l'extérieur ou même sur le plan interne, l'objectif étant, dans ce dernier cas, de provoquer une inflation à travers l'augmentation des prix des produits importés. Ces ajustements pouvaient d'ailleurs être de forte ampleur, comme cela s'est produit avec la dévaluation Poincaré du 25 juin 1928 (dévaluation du franc de 80 %) qui a mis fin à 125 ans de franc Germinal. Par ailleurs, de même que sous l'étalon-or, le cours forcé pouvait être imposé lors de périodes de troubles (guerres, révolutions), la convertibilité en or de la livre ou du dollar pouvait parfois être suspendue dans le cadre du système de l'étalon de change-or, notamment en préambule à des dévaluations (c'est le cas de la livre en 1931, ainsi que du dollar en 1933 et à nouveau en 1934).

En dépit de ce fonctionnement quelque peu chaotique, plus marqué après la Seconde Guerre mondiale en raison de dévaluations plus fréquentes, le système d'étalon de change-or est conservé et même renforcé à travers la création du Fonds monétaire international (FMI) par les accords de Bretton Woods du 22 juillet 1944 qui maintiennent la convertibilité du dollar en or. L'accumulation des déficits de transactions courantes des États-Unis et les demandes corrélatives des banques centrales de conversion de leurs avoirs en dollars en or conduisent toutefois à la suspension de cette dernière, le 15 août 1971, à l'adoption du régime des changes flottants, en mars 1973, et à l'abandon de tout rôle légal international pour l'or avec les accords de la Jamaïque, le 8 janvier 1976.

Pour des raisons à la fois historiques et de réputation, les banques centrales restent certes d'importantes détentrices d'or⁽⁵⁾ (plus de 33 000 tonnes à la fin de 2017, selon les statistiques financières internationales du FMI, soit environ le cinquième du stock mondial). Mais la grande stabilité du volume d'or détenu par les banques centrales, à l'exception de celles de certains pays émergents (Chine, Inde et Russie) – sans doute à la recherche d'une diversification de leurs actifs (voir *infra*) –, confirme le fait que l'or ne joue plus aujourd'hui un rôle monétaire actif (voir le Graphique 2 ci-contre). Dans les économies développées, les banques centrales n'influencent pas la base monétaire par des transactions sur le marché de l'or ; en effet, la mise en œuvre de leur politique monétaire s'effectue au moyen de transactions sur le marché monétaire et les marchés de titres⁽⁶⁾.



Graphique 2 : Détention d'or par les banques centrales (en millions d'onces). Sources : <https://fred.stlouisfed.org>, FMI.

Quelle place pour l'or en tant qu'actif financier ?

La place éventuelle de l'or comme actif financier est étudiée ici en tant qu'élément de diversification introduit dans un portefeuille initialement composé d'actions, d'un double point de vue : la protection qu'il offre contre l'inflation, d'une part ; au regard de certaines de ses caractéristiques en termes de rendement/risque, d'autre part. Le premier point de vue est davantage économique et de moyen/long terme, le second se rapporte plus aux évolutions de marché et au court terme. Afin de faire abstraction des variations de change et parce que l'or est coté en dollar, le point de vue adopté ici est celui d'un épargnant américain. En outre, le rendement des actions, évalué au travers de l'indice S&P 500⁽⁷⁾, incorpore le réinvestissement des dividendes pour tenir compte du fait que les actions procurent un revenu à la différence de l'or, à l'exception de celui, marginal et en général non accessible aux particuliers, tiré des prêts d'or⁽⁸⁾.

L'or, une protection contre l'inflation

Le système d'étalon-or permettait d'assurer un ancrage du niveau général des prix sur longue période, sans pour autant protéger son détenteur contre des pertes de pouvoir d'achat au cours de périodes où la croissance des transactions était forte ou le métal se raréfiait⁽⁹⁾. Rien ne garantit qu'il puisse assumer un rôle comparable dans un régime où il ne joue plus de rôle monétaire. Au vu de l'évolution aux États-Unis des cours de l'or en dollar déflatés par l'indice des prix à la consommation, il apparaît pourtant que cela soit le cas depuis mars 1973 : pour un indice 100 du cours de l'or corrigé des prix à cette date,

(5) AUFAUVRE N. (2018), « Le marché de l'or et les réserves des banques centrales », article publié dans ce numéro de Réalités Industrielles, série de Les Annales des Mines.

(6) DRUMETZ F., PFISTER C. & SAHUC J. G. (2015), Politique monétaire, deuxième édition, de Boeck.

(7) Compte tenu de la forte intégration des marchés d'actions au niveau mondial, l'utilisation d'indices européens, japonais ou mondiaux, lorsqu'ils sont disponibles, ne modifierait pas substantiellement les résultats de cette partie.

(8) Voir référence de la note de bas de page 4.

(9) Voir référence de la note de bas de page 2.

Périodes	Rendement nominal annualisé Or	Rendement nominal annualisé S&P500	Écart-types Or	Écart-types S&P500	Événements
De 1973-03 à 1981-12	19,2%	5,7%	0,47	0,16	Chocs pétroliers
De 1982-01 à 2000-07	-1,8%	18,4%	0,13	0,14	
De 2000-08 à 2003-03	7,4%	-15,8%	0,11	0,10	Bulle Internet
De 2003-04 à 2007-06	16,8%	17,2%	0,13	0,09	
De 2007-07 à 2010-06	23,2%	-6,8%	0,16	0,27	Crise des subprimes
De 2010-07 à 2017-12	1,3%	14,9%	0,17	0,08	
De 1973-03 à 2017-12	6,3%	10,4%	0,28	0,17	

Tableau 1 : Rendement et risque de l'or et des actions américaines.

l'indice atteint 269 en décembre 2017, soit une hausse en taux annualisé – en ne tenant donc pas compte des fluctuations intermédiaires – de 2,2 % entre le début et la fin de la période considérée (voir le Graphique 3 ci-dessous).

Il n'en reste pas moins que le placement en or reste lar-



Graphique 3 : Évolution du cours de l'or et de celui des actions américaines corrigés de l'inflation aux États-Unis, de 1973 à 2017 (Indice 1973-03 : 100).

gement dominé par celui en actions : sur la même période allant de 1973 à 2017, les actions américaines, telles qu'évaluées par l'indice S&P 500 déflaté des prix à la consommation, progressent au taux annualisé de 6,2 %. En outre, il peut se produire de longues périodes au cours desquelles le rendement réel de l'or est négatif : il en est allé ainsi au cours des vingt dernières années du XX^e siècle, où son rendement s'est établi à - 7,6 %, contre + 13,3 % pour les actions américaines (taux annualisés).

L'or comme facteur de soutien des performances d'un portefeuille

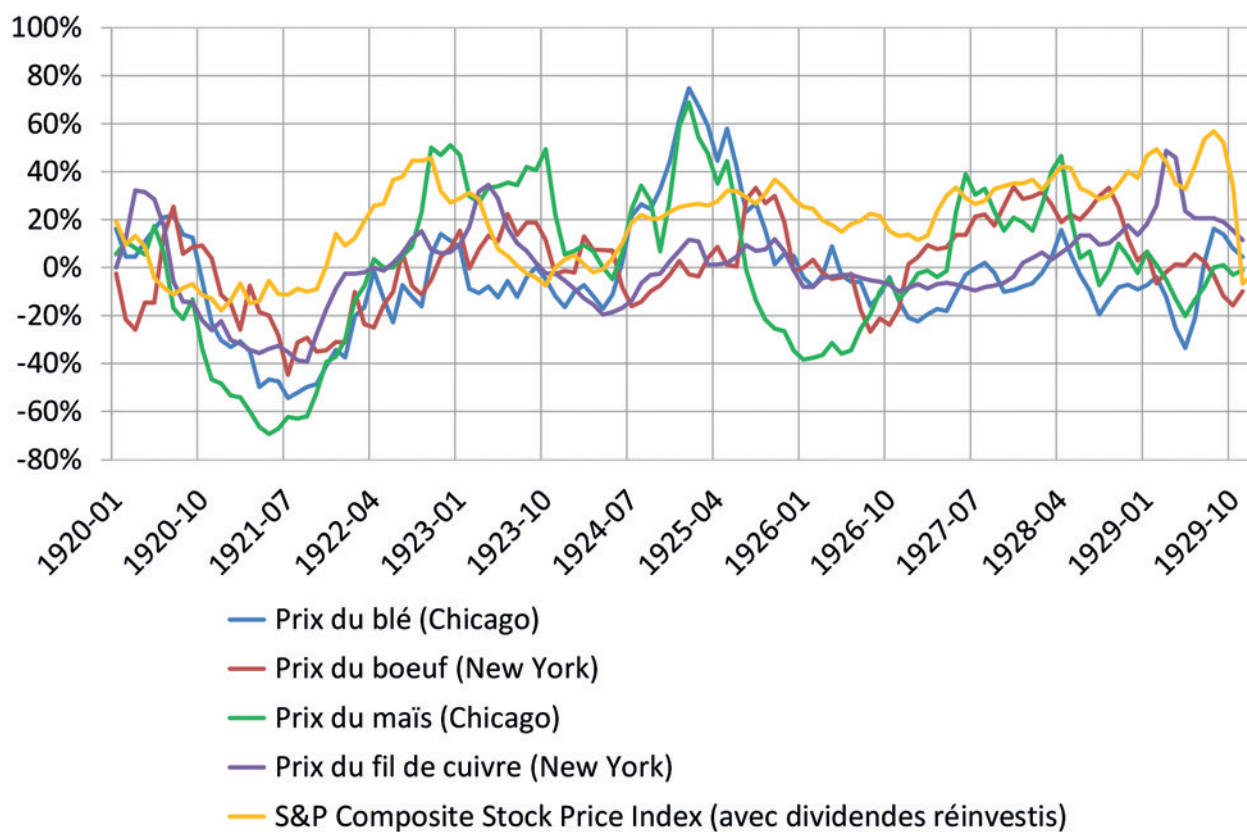
Ici, la perspective de court/moyen terme conduit à considérer les rendements annuels nominaux de placements en or et en actions, sur la base de données mensuelles ; le risque est apprécié à travers l'écart-type des rendements annuels. Sur l'ensemble de la période allant de mars 1973 à décembre 2017, la corrélation de ces rendements est négative (- 15 %), justifiant *a priori* l'introduction d'une composante or dans un portefeuille initialement composé exclusivement d'actions. L'or est cependant pénalisé par

un rendement plus faible, comme indiqué plus haut à propos des rendements réels (le rendement nominal annualisé est de 6,3 % pour l'or et de 10,4 % pour les actions), et par un écart-type du rendement qui est plus élevé (0,28 pour l'or et 0,17 pour les actions) (voir le Tableau 1 ci-dessus).

Deux faits stylisés ressortent du Tableau 1 :

- L'or joue le rôle de valeur refuge lors des crises mondiales. Entre mars 1973 et décembre 1982, soit à l'époque des deux chocs pétroliers, le rendement annualisé de l'or est de 19,2 % contre 5,7 % pour les actions américaines, avec toutefois une forte volatilité des cours de l'or (un écart-type de 0,47, contre 0,16 pour les actions), dont le marché, il est vrai, venait à l'époque d'être libéralisé. De même, à la suite de l'éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques, les cours de l'or progressent, alors que ceux des actions américaines s'effondrent (les rendements annualisés du S&P 500 sont respectivement de 7,4 % et de - 15,8 %, entre août 2000 et mars 2003). Enfin, la crise financière mondiale, entre la mi-2007 et la mi-2010, voit la répétition de ce dernier scénario : les rendements annualisés respectifs des deux catégories d'actifs considérées s'établissent à 23,2 % pour l'or et à - 6,8 % pour les actions américaines. Les périodes au cours desquelles l'or sert de valeur refuge sont en général suivies d'ajustements allant en sens opposé, de durée plus longue, permettant ainsi de rétablir la hiérarchie des rendements déjà observée, laquelle est favorable aux actions. La période d'avril 2003 à juin 2007 fait exception, avec pour l'or et les actions américaines des rendements annualisés comparables, pour une volatilité légèrement plus élevée dans le cas de l'or. Cependant, il s'agit d'une période de fin de boom, au cours de laquelle les prix des minerais et autres matières premières progressent rapidement, de même que les cours des actions, et qui peut ainsi se comparer aux « années folles » qui ont précédé le krach de 1929 et la Grande Dépression (voir le Graphique 4 de la page suivante⁽¹⁰⁾).

(10) Pour les actions, c'est l'indice S&P Composite Stock Price Index des actions américaines avec dividendes réinvestis, mis au point par Robert Shiller, qui est utilisé : SHILLER R. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.



Graphique 4 : Cours des actions américaines et des matières premières dans les années 1920 (taux de croissance annuels).
 Source : <https://fred.stlouisfed.org>

• Un choc régional, même de grande ampleur comme l'a été la crise de la dette souveraine en zone Euro, ne permet pas forcément à l'or de servir de valeur refuge. Ainsi, entre janvier 2011 et décembre 2013, le rendement annualisé

de l'or est de - 3,2 % en dollar et de - 4 % en euro, compte tenu d'une légère appréciation de l'euro au cours de la période, contre + 1,2 % pour l'Euro Stoxx 50.