

# La structure des marchés de l'or physique en 2018

Par Gaétan LEFEBVRE  
et Mathieu LEGUÉRINEL

Bureau de recherches géologiques et minières (BRGM)

La demande mondiale d'or est traditionnellement répartie entre cinq secteurs majeurs : la joaillerie, les applications technologiques, les Exchange Traded Funds (ETFs), les banques centrales et la production de pièces et lingots. Les deux premiers secteurs représentent des parts relativement stables, et donc prévisibles de la demande totale, respectivement autour de 55-60 % et 8 %. En revanche, les secteurs liés à l'investissement, c'est-à-dire au rôle financier de l'or sur les marchés (achat de pièces et lingots, stocks des banques centrales, ETFs), peuvent présenter des variations importantes d'une année sur l'autre, étant plus sensibles aux facteurs macroéconomiques. En 2018, malgré des tensions sur les prix sur fond de guerre commerciale entre Pékin et Washington, la transparence est au cœur des réflexions sur la cotation et l'échange d'or sur les principales places de marché mondiales, constituant ainsi une orientation importante du secteur.

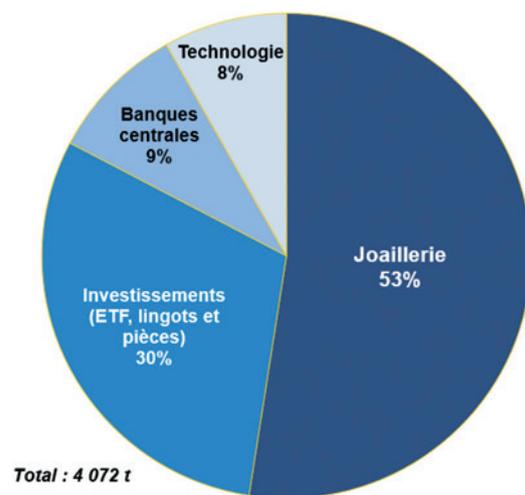
## Les usages industriels de l'or

### Les utilisations de l'or dans de nombreuses technologies

Cette part de la demande est stable : elle s'établissait en 2017 à environ 8 % de la demande totale, un niveau proche des années précédentes, selon les données du World Gold Council. Seules des augmentations exceptionnelles des prix, comme celle ayant conduit au pic historique de 2011 (1 896 dollars l'once), peuvent pousser les industriels à trouver des substituts à l'or, par souci d'économies. Néanmoins, trois propriétés font de l'or un composant indispensable et difficilement substituable pour bon nombre d'industries : c'est un excellent conducteur d'électricité, il est inoxydable et très malléable.

L'électronique représente environ les deux tiers de la demande d'or pour les applications technologiques (200-300 tonnes). Presque tous les appareils haut de gamme, ainsi que les cartes électroniques, télévisions, GPS, ordinateurs, smartphones etc. embarquent des composants électroniques utilisant de petites quantités d'or. Celui-ci assure la conductivité électrique et contribue à leur inoxydabilité. En aéronautique et aérospatiale, l'or est indispensable pour fabriquer des câbles d'interconnexion de quelques microns d'épaisseur, pour recouvrir des panneaux isolants et pour servir de lubrifiant entre les pièces mécaniques. En dentisterie, l'or reste un matériau incontournable en tant que matériel chimiquement inerte, non allergène et facile à travailler. Dans le domaine médical, il est également indispensable en matière de technologies

d'imagerie médicale et de radiothérapie. Enfin, il fait l'objet de nombreux projets de recherche en nanotechnologies et peut être également utilisé en catalyse automobile (réduction des émissions de CO<sub>2</sub>), pour la purification de l'eau ou encore le contrôle de la pollution atmosphérique.



Source : World Gold Council, 2018

Figure 1 : Répartition de la demande d'or par secteurs en 2017.

### La demande d'or en joaillerie

Historiquement, la joaillerie représente la part la plus importante de la demande totale. Cette part a augmenté pour atteindre 2 136 tonnes en 2017 (+ 4 % par rapport à 2016). Ces dernières années, l'Inde et la Chine ont été les principaux moteurs de la croissance de la demande

d'or en joaillerie, en grande partie pour des raisons culturelles. En effet, offrir des présents contenant de l'or (bijoux, pièces de monnaie, lingots, etc.) est chose courante dans nombre d'événements comme la période du Nouvel An chinois ou à l'occasion de mariages en Inde. Ces derniers génèrent à eux seuls près de 50 % de la demande annuelle d'or du pays. En 2017, près de 1 210 tonnes ont été achetées par les consommateurs chinois et indiens (respectivement 647 et 563 kg).

### La demande d'or en tant que produit d'investissement, le principal facteur d'évolution des prix

#### La demande d'or des banques centrales

Le stock d'or total détenu par les banques centrales dans le monde est évalué à 33 735 tonnes (World Gold Council, juillet 2018). Entre 2011 et 2017, 3 609 tonnes d'or ont été achetées par les banques centrales, ce sont les années les plus actives depuis 1971. En 2017, cette demande a représenté 9 % du total des achats d'or, soit 371 tonnes, chiffre en décroissance depuis 2015 (la baisse enregistrée est de - 5 % par rapport à 2016 et de - 37 % par rapport à 2015).

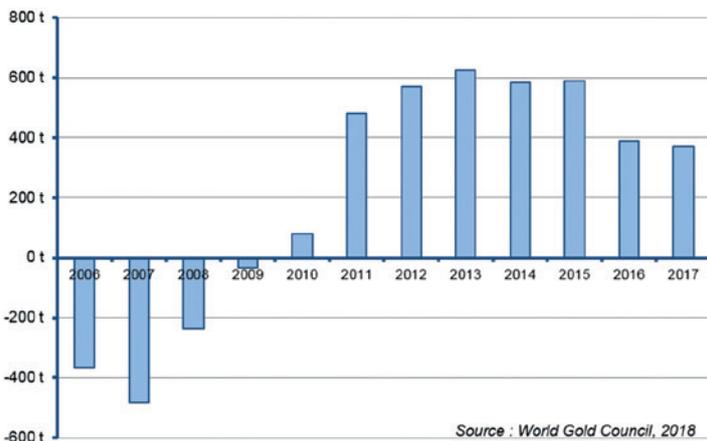


Figure 2 : Demande en or des banques centrales (2006 - 2017).

Pour les banques centrales, les stocks d'or constituent un bouclier contre le relativisme monétaire, un moyen de diversification des réserves de change (au détriment du dollar américain) et la seule véritable valeur refuge en cas de crise généralisée. Ce sont les banques centrales des pays émergents qui ont en grande partie tiré cette demande ces dernières années, avec en tête celles de la Chine et de la Russie, suivis par certains États très actifs, comme le Kazakhstan et la Turquie. Les stocks des pays développés restent néanmoins très largement majoritaires, en particuliers les États-Unis qui détiennent 8 133 tonnes d'or, dominant largement l'Allemagne et ses 3 371 tonnes d'or.

#### Les ETFs (Exchange Traded Funds)

Aussi qualifiés d'« or papier », ces produits financiers sont apparus sur le marché à partir de 2004, concomitamment à l'entrée sur les marchés financiers des matières premières

minérales comme classes d'actifs à part entière. Ces actifs étaient d'abord gérés de manière « passive », au sein de fonds indiciels (un panier de différentes matières premières composait un indice dont l'évolution permettait d'orienter les décisions à l'achat ou à la vente). Cette gestion, bien que peu coûteuse et très performante sur le long terme, a été remise en cause par la crise de 2008. Les Exchange Traded Products (ETPs) ont alors été créés, dans le but d'adapter la structure des fonds à une architecture plus accommodante et réactive.

Les ETFs (Exchange Traded Funds) sont les premiers représentants de ces produits. Juridiquement, ce sont des titres de placement, c'est-à-dire qu'ils sont négociables en Bourse à l'instar d'actions et sont exposés à des sous-jacents plus ou moins diversifiés. Certains d'entre eux offrent la possibilité d'être exposés directement à un stock de métal, ce qui est le cas pour l'or. Ce sont ainsi des moyens d'investissement à gros volume, car ils permettent d'investir sur le marché de l'or sans qu'il y ait besoin d'acquiescer d'or physique pour l'acheteur, donc sans frais liés à la garde de l'or, ni de frais de transaction, de réception ou d'expédition. Des stocks d'or physique tiennent toutefois lieu de garantie de ces achats.

Un grand nombre de fonds ETFs ont émergé, ils concernent principalement les métaux précieux (et quelques métaux rares). Concernant l'or, les principaux fonds exposés au métal sont situés aux États-Unis, en Suisse, au Royaume-Uni (par exemple, SPDR Gold Shares, Gold Bullion Securities, Sprott Physical Gold Trust et Central Fund of Canada) et, plus récemment, en Asie. La nature hybride de ces fonds offre une gestion souple et liquide, et une grande réactivité aux renversements de tendance. Les positions de ces investisseurs ont une influence directe sur les prix du métal, car ils ont généralement un fort effet d'entraînement. Ainsi, dès que ces fonds investissent dans l'or, que ce soit à la hausse ou à la baisse, ils sont immédiatement suivis par de nombreux acteurs, dont les particuliers (achat ou vente de pièces et de lingots). L'effet de masse renforçant encore l'effet spéculatif, les prix s'alignent mécaniquement sur ces tendances. C'est un facteur important d'augmentation de la volatilité de l'or sur les marchés. Ce phénomène s'est produit notamment en 2016. Le début d'année 2018 a également été marqué par un retour important des investisseurs sur les ETFs (2 470 tonnes d'or détenues par ces

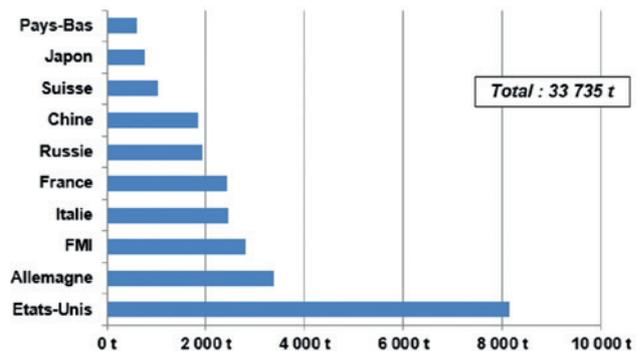


Figure 3 : États des réserves d'or des banques centrales (juillet 2018).

fonds pour une valeur de plus de 104 GUS\$), puis par un retournement de tendance dès les prémices de la guerre commerciale lancée par Donald Trump. Cette réactivité est en grande partie responsable de la volatilité du cours de l'or observée au cours de l'année 2018.

### L'achat privé de pièces et de lingots

Si la démarche est différente de l'investissement en ETFs, c'est également un placement d'épargne que les particuliers voient dans ce type de produits d'or « physique ». Les logiques sont ainsi très similaires et les périodes de forte demande sont corrélées avec des périodes d'incertitudes économiques et de baisse des marchés. Historiquement, les plus gros pays consommateurs sont la Suisse, l'Allemagne, les États-Unis, la Thaïlande, l'Iran et la Turquie, et plus récemment, l'Inde et la Chine.

Cependant, un paradoxe est que les périodes de croissance économique bénéficient également aux investissements dans ces achats privés d'or, illustrant à la fois la hausse conjoncturelle du pouvoir d'achat des particuliers et le rôle de l'or dans la diversification des portefeuilles des investisseurs.

### Les prix

À partir de 2006, l'or a affiché des prix historiquement hauts, atteignant son paroxysme en septembre 2011, où son prix a frôlé les 1 900 dollars l'once (US \$/oz). Le prix moyen de l'or sur l'année 2017 a été de 1 257 \$/oz, soit en légère hausse par rapport à 2016 (1 250 \$/oz). L'année 2018 montre une situation contrastée. Après une tendance très positive pour le prix de l'or sur les premiers mois, avec le franchissement de la barre des 1 350 \$/oz, fin janvier,

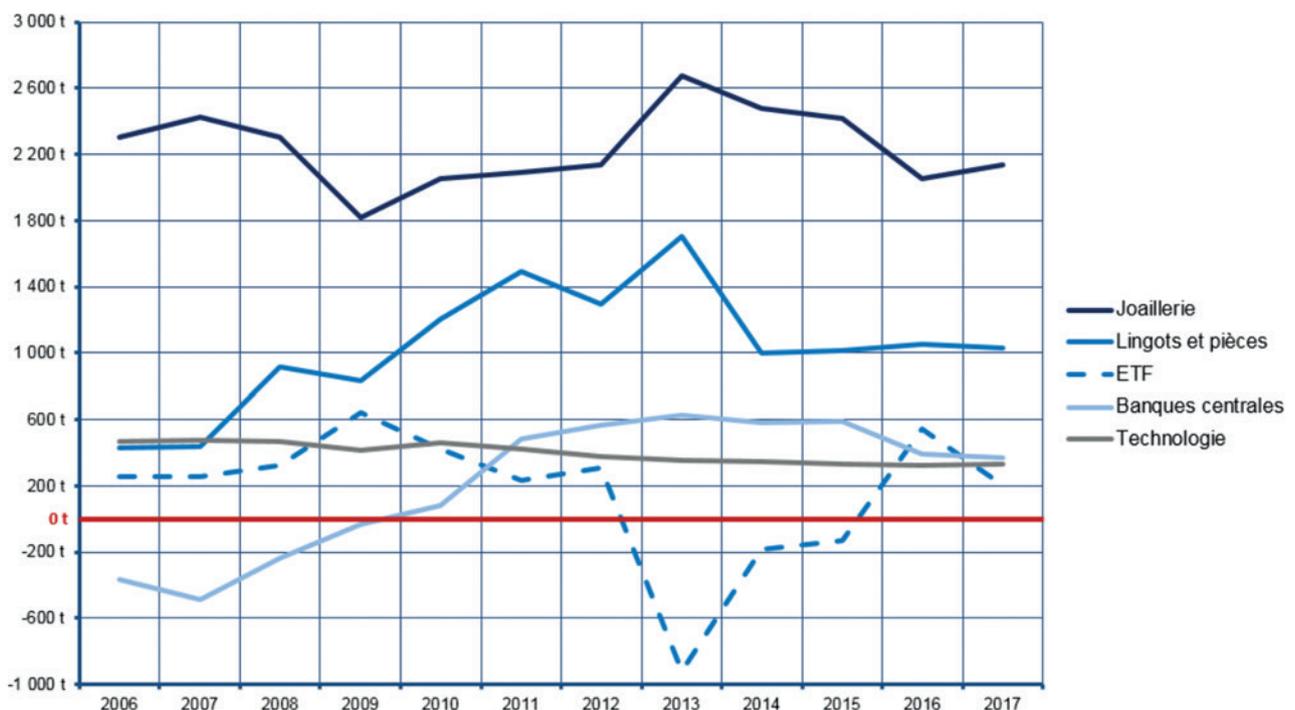
la faiblesse de la demande indienne, le renforcement du dollar et le changement de positions des investisseurs en réaction aux déclarations de guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ont contribué à une chute continue du prix jusqu'à un nouveau seuil de 1 208 \$/oz, à la fin septembre. Cette situation illustre la réactivité du prix de l'or aux événements macroéconomiques, ce qui est de nature à créer des perturbations provisoires autour d'un prix moyen.

Pourtant, les effets d'une hausse des prix sont directement visibles tant au niveau des producteurs primaires (optimisation des coûts de production, revalorisation en Bourse des sociétés minières et des projets d'exploration) que des producteurs secondaires (les recycleurs d'or sont les premiers à bénéficier d'une hausse des cours, grâce à la revente des chutes de production (ou *scraps*) ou de bijoux de particuliers).

Enfin, l'équilibre global entre l'offre et la demande annuelles est très souvent assuré par une autre variable d'ajustement : celle des productions illégales. L'orpaillage est encore pratiqué à de nombreuses échelles et une grande part d'opacité demeure sur les quantités et les flux d'or issus de ces sources, malgré les nombreuses initiatives visant à une amélioration de la traçabilité des filières d'exploitation.

### Quelques particularités du marché de l'or

La première particularité du marché de l'or est la décorrélation qui existe entre l'évolution des prix du métal et le niveau de la production minière annuelle (équilibre offre-demande) par rapport à d'autres métaux. Deux facteurs expliquent ce phénomène.



Source : World Gold Council, 2018

Figure 4 : Évolution de la demande d'or par secteurs (2006-2017).

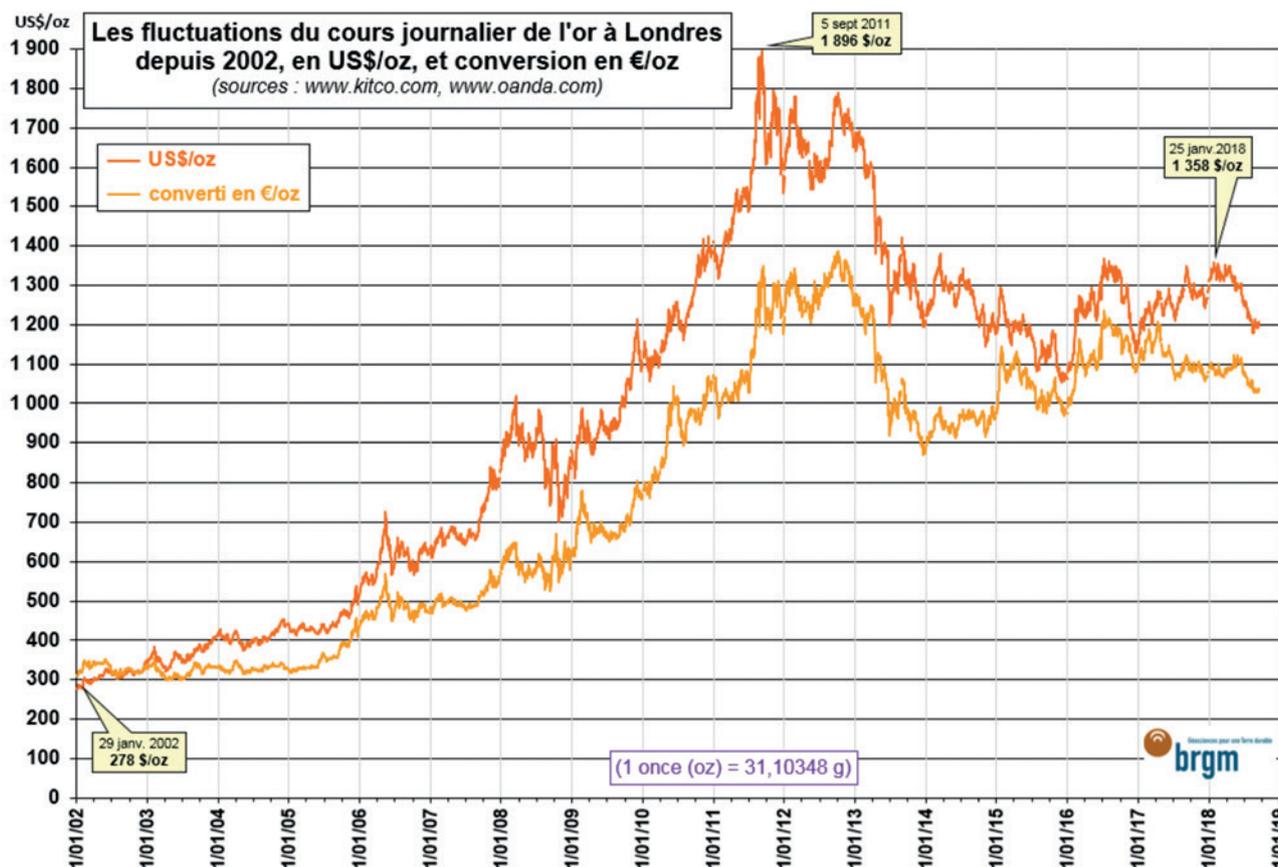


Figure 5.

### Les stocks d'or en circulation dans l'économie

La production minière d'or ne représente qu'une partie du stock de métal disponible sur le marché, chaque année. L'ordre de grandeur de cette production est de 3 000 t/an. En comparaison, le stock d'or « en surface » ou *above ground*, c'est-à-dire l'or extrait et transformé historiquement, encore en circulation dans l'économie sous la forme de pièces, bijoux, lingots, réserves des banques centrales etc., est de l'ordre de 180 000 tonnes. On comprend ainsi l'influence relative de la production minière sur la fixation et l'évolution des prix, d'autant plus que ces ressources d'or « secondaire » sont facilement mobilisables.

### La valeur de l'or est proche de celle d'une monnaie

L'évolution des prix de l'or dépend également de sa valeur symbolique en tant que monnaie d'échange. Tout d'abord, ce rôle historique est toujours aussi important aujourd'hui, il se matérialise principalement au travers des stocks des banques centrales. Ensuite, l'indexation de la valeur de l'or sur le dollar américain rend celle-ci dépendante des mouvements de la monnaie. Ainsi, tout facteur d'évolution de la valeur du dollar (inflation, taux de change, hausse ou baisse des taux d'intérêt de la FED, intervention de la Banque centrale américaine, etc.) a également un impact sur les cours de l'or, qui évoluent traditionnellement dans une direction opposée à celle de la valeur du dollar. Enfin, s'y ajoute un phénomène récent, l'apparition des ETFs, qui ont fait de l'or un actif financier à part entière. Cette forme de spéculation a eu une influence majeure sur l'évolution des prix et leur volatilité ces dernières années (comme nous l'avons évoqué plus haut).

### Tendances de l'évolution de la demande en 2018

#### Consommation d'or et cycles économiques

Traditionnellement identifié comme une valeur refuge, l'or est souvent associé à des périodes de crise. En effet, sur le marché des actions, l'or n'offre aucun rendement en tant qu'actif. Ainsi, dans un contexte de croissance (taux d'intérêt positifs, perspectives de rendements importants), il est moins attractif que des placements en actions. En revanche, dans un contexte d'incertitude, de volatilité, ou lorsque les banques centrales adoptent des politiques de taux d'intérêt négatifs, cette même caractéristique fait qu'il ne peut générer des pertes, ce qui lui confère ce statut bien connu de valeur refuge. Or, le paradoxe est que la demande en or ne faiblit pas pour autant durant les périodes de forte croissance économique : d'une part, car l'or conserve une importante valeur dans la diversification des investissements. D'autre part, du fait de la hausse du pouvoir d'achat des particuliers, laquelle a un effet positif sur la consommation en or ; une tendance observée en 2017 par le World Gold Council, laquelle a été particulièrement marquée en Inde (+ 14 % pour la demande en bijoux, et + 2 % pour la demande en pièces et lingots, en 2017).

#### Vers une meilleure transparence du secteur

Longtemps décriée comme étant très opaque, la fixation du prix de l'or à Londres par la London Bullion Market Association (LBMA) avait déjà connu une première évolution vers plus de transparence, avec son placement, à

partir de juillet 2014, sous le contrôle d'un administrateur indépendant, l'ICE Benchmark Administration. L'initiative s'est poursuivie en 2017, avec le début d'une publication mensuelle de l'état des stocks d'or détenus à Londres (Vault Holdings Data). Enfin, le lancement d'une plateforme concernant la totalité des contrats d'échanges d'or de la place londonienne, intitulée LBMA-i, est attendue avant la fin de l'année 2018. Par ailleurs, le London Metal Exchange (LME) a créé le contrat LMEprecious, lequel est censé être plus transparent et efficace.

Preuve d'une volonté d'accroître plus encore cette transparence, le World Gold Council a annoncé en 2018 qu'elle étudie la mise en place d'une cotation généralisée des lingots d'or de 1 kg. Forme peu courante sur les marchés occidentaux, ce type de lingots est pourtant très utilisé sur les marchés asiatiques et est même adossé à des contrats sur le Shanghai Stock Exchange, le Shanghai Future Exchange ou encore le Hong Kong Exchanges and Clearing. Cependant, la traçabilité de l'origine de l'or contenu dans ces produits posait problème à Londres du

fait du manque de standards bien définis. C'est pourquoi le LME ne souhaitait jusque-là ni coter ni utiliser ce type de lingots pour ses clients traditionnels. À travers la création d'un standard international pour les lingots de 1 kg, le World Gold Council souhaite à la fois élargir ce marché et répondre aux demandes croissantes des consommateurs de plus de transparence sur l'origine de l'or, de l'extraction à la réalisation du lingot, sur toutes les places de marché.

### Sources bibliographiques

LEFEBVRE G. (2016), « Structure du marché de l'or et situation à mi-2016 », *Bull. Ecomine*, <http://www.mineralinfo.fr/ecomine/structure-marche-lor-situation-mi-2016>)

World Gold Council, <https://www.gold.org/>

GFMS, Thomson Reuters, Gold Survey 2017 & 2018 : <http://financial-risk-solutions.thomsonreuters.info/GFMS>

Mining Intelligence : <https://www.miningintelligence.com/>