

# QUELS SONT LES DÉTERMINANTS DU COURS DE L'OR ?

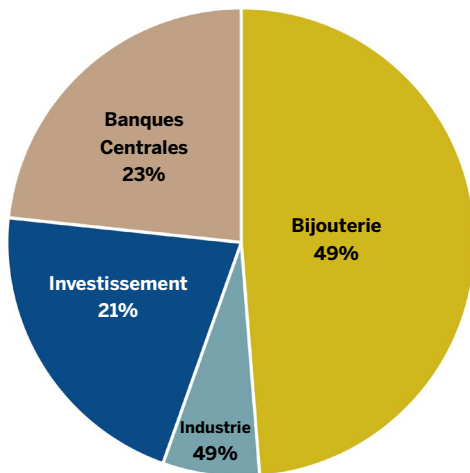
Comme tout bien ou service, le prix de l'or est déterminé par les évolutions de l'offre et la demande. Mais l'or présente des caractéristiques uniques : c'est à la fois une matière première, un actif d'investissement et un actif de réserve des banques centrales.

Il y a donc plusieurs sources de demande pour l'or, qui influent sur son prix à des degrés divers. En revanche, l'or n'étant disponible sur terre qu'en faible quantité, l'offre est donc nécessairement limitée, ce

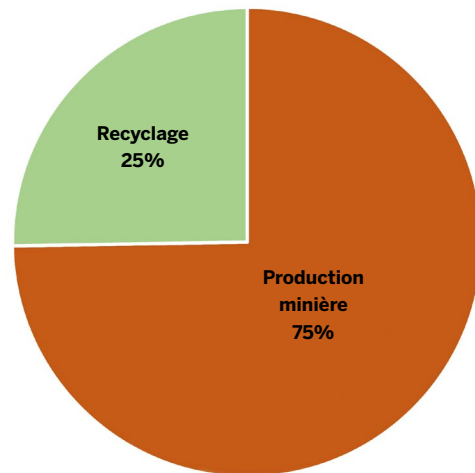
qui crée un soutien structurel au cours de l'or. Mais l'offre est aussi peu flexible (les producteurs ne peuvent pas ajuster rapidement leur niveau de production) et son influence à court terme sur le prix de l'or est donc limitée.

Les déterminants du cours de l'or sont donc plutôt à chercher du côté de la demande : en provenance de la bijouterie, des investisseurs ou des banques centrales.

Répartition de la demande en or en 2023



Répartition de l'offre d'or en 2023



Sources : World Gold Council, Monnaie de Paris

Le cours de l'or est volatile notamment parce que de nombreux facteurs entrent en compte dans la détermination de son prix.

→ Aujourd'hui, l'offre n'a que peu d'impact sur le prix de l'or. Cela pourrait changer en cas d'épuisement des réserves ou au contraire de progrès technologiques qui permettraient de rendre exploitables de nouveaux gisements.

→ La demande d'investissement n'est certes pas majoritaire (21% de la demande totale) mais c'est elle qui a la plus forte influence sur le cours de l'or. Entant que valeur refuge par excellence, le prix de l'or est influencé par l'environnement économique, financier et géopolitique : il monte en cas de hausse des tensions, et performe moins bien en période plus calme. Le cours de l'or est aussi négativement corrélé aux taux d'intérêt réels : quand ces derniers baissent, les obligations deviennent moins attractives pour les investisseurs, profitant ainsi au métal jaune (et inversement).

→ Les banques centrales jouent aussi un rôle important dans la détermination du prix de l'or : après avoir été vendeuses nettes pendant plusieurs décennies jusqu'à la crise financière, elles représentent désormais près d'un quart de la demande d'or, un soutien significatif et probablement durable, pour le cours du métal jaune.

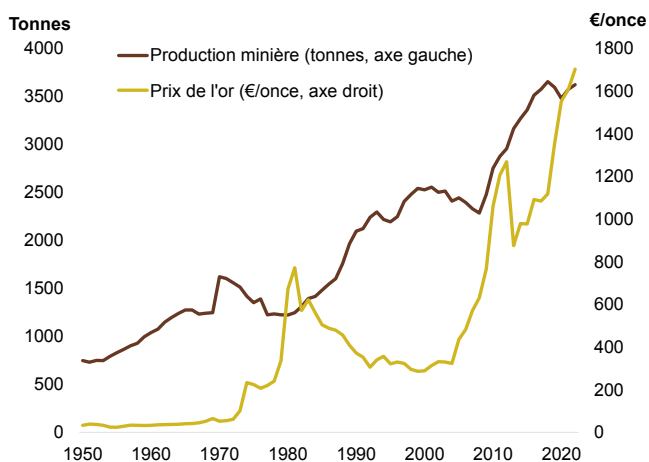
→ Enfin, la demande en provenance de la bijouterie, bien que majoritaire (50% de la demande totale), induit principalement une saisonnalité dans les prix : certains mois sont traditionnellement plus porteurs pour le prix de l'or, notamment à l'approche des fêtes culturelles et religieuses en Chine et en Inde.

## 1 LE CARACTÈRE FINI ET PEU FLEXIBLE DE L'OFFRE LIMITE SON IMPACT SUR LE PRIX DE L'OR

L'offre d'or se décompose en deux parties distinctes : l'or extrait des réserves minières et l'or recyclé. L'or étant quasiment indestructible, tout l'or extrait depuis le début de son exploitation est (en principe ?) toujours présent sur terre et peut donc être ré-utilisé. Cette caractéristique devrait avoir un effet négatif pour les prix de l'or mais la demande reste très soutenue et structurellement supérieure à la quantité d'or extraite chaque année.

Le surplus de demande est couvert par le recyclage : en moyenne sur les 10 dernières années, l'or recyclé a représenté environ 25 % de l'offre totale d'or. Les fabricants ont peu de prise sur le niveau de recyclage – et donc sur le cours de l'or – puisqu'il est dépendant de la quantité d'or revendue par les consommateurs (90 % de l'or recyclé provient de la bijouterie, un marché qui a une sensibilité assez forte aux prix). Au contraire, ce sont plutôt les prix qui impactent la quantité d'or disponible pour le recyclage : la revente d'or augmente quand les prix sont plus élevés, et inversement.

Évolution du prix de l'or et production minière dans le monde depuis 1970



Sources : Bloomberg, Friggit, Clio Infra, Monnaie de Paris

## 2 LA VOLATILITÉ DES PRIX DE L'OR S'EXPLIQUE PAR SON RÔLE D'ACTIF FINANCIER

La demande d'or physique à des fins d'investissement représente un peu plus de 20 % de la demande totale d'or annuelle. Elle est constituée de la demande des particuliers en pièces et lingots, ainsi que de la demande des institutions financières, qui incluent de l'or dans leur portefeuille d'actifs financiers.

La demande d'investissement représente donc seulement un quart de la demande totale, mais son impact sur le prix de l'or est le plus important, car les volumes échangés chaque jour sur les marchés financiers sont considérables. Selon le *World Gold Council*, le volume moyen de transactions liées à l'or dépassait 130 Mds\$ par jour en 2022 (en incluant l'or détenu au sein des ETF\*, l'or échangé sur les marchés de gré à gré et les produits dérivés adossés à l'or). La forte volatilité des prix de l'or est ainsi principalement expliquée par la demande des investisseurs et dépend majoritairement de deux facteurs : le degré d'incertitude et le niveau des taux d'intérêt.

La demande d'or en tant qu'actif d'investissement est déterminée principalement par sa qualité de valeur refuge. L'or est un actif tangible avec une valeur intrinsèque et ne présente donc pas de risque de faillite. Quand la conjoncture économique et financière se dégrade, les investisseurs craignent les défaillances d'entreprises (voire d'États ou de particuliers) et se détournent des actifs les plus

Du côté de la production minière, on observe sur certaines périodes un impact du niveau de production sur le prix. C'est notamment le cas quand la production d'or diminue fortement, engendrant des pressions haussières sur les prix. Par exemple, la production minière a chuté de 25 % entre 1970 et 1980, et les prix ont été multipliés par 12 sur cette période (aussi en grande partie aidés par la fin de l'étalon-or en 1971 qui limitait la variation du cours de l'or jusque-là). Plus récemment, entre 2003 et 2008, la production reculait de 9 % quand les prix gagnaient 86 %.

Une fluctuation importante de l'offre peut donc avoir un impact sur les prix mais les ruptures de tendance dans la production minière sont peu fréquentes. Le *World Gold Council* estime que près de 209 000 tonnes d'or ont déjà été extraites, ce qui représente environ 80 % des réserves connues et exploitables. Depuis 2016, la production minière mondiale est relativement stable autour de 3 500 tonnes extraites chaque année et les nouvelles découvertes sont devenues extrêmement rares. Si la production se poursuit à ce rythme, les ressources restantes pourraient donc être épuisées d'ici 15 ans sauf si de nouveaux gisements étaient découverts ou si de nouvelles technologies permettaient d'exploiter des gisements aujourd'hui inaccessibles.

À long terme, la production minière pourrait avoir un impact sur le prix de l'or si elle était soumise à une rupture de tendance majeure (un choc extrême de baisse de production comme la crise du Covid par exemple, ou un bond dans le progrès technologique).

À court terme en revanche, l'impact de la production minière sur les prix ne peut être que marginal du fait de la durée et de la complexité du cycle de production de l'or. Il peut s'écouler de 10 à 20 ans entre le début de la phase d'exploration d'un gisement et l'extraction effective de l'or. La production ne peut donc pas s'adapter rapidement aux fréquentes variations de la demande. Et c'est donc plutôt de ce côté qu'il faut aller chercher les principaux facteurs influençant les prix de l'or, avec en premier lieu la demande d'investissement.

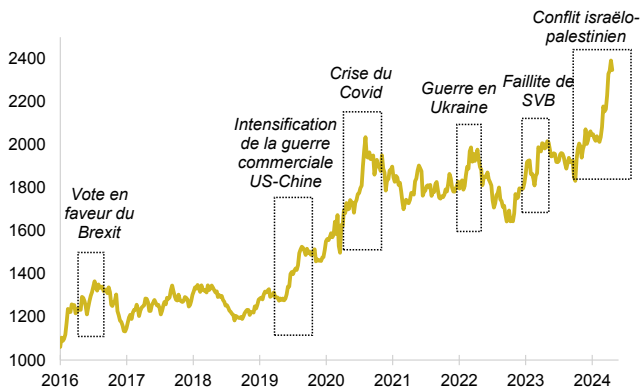
risqués (les actions ou les obligations d'entreprises par exemple) pour se reporter vers des actifs considérés comme sûrs. L'or est la valeur refuge par excellence et son cours est ainsi influencé par la conjoncture économique, les tensions géopolitiques ou encore le niveau d'instabilité financière.

Un environnement économique et financier stable et favorable aura plutôt tendance à pénaliser le prix de l'or, alors qu'une hausse des tensions économiques, financières ou géopolitiques entraînera un accroissement du prix de l'or. Cette qualité de valeur refuge de l'or explique une grande partie des fortes hausses du cours de l'or ces dernières années : la multiplication des crises (économiques, financières, politiques ou encore sanitaires) a été un important facteur de soutien du prix du métal jaune.

L'or est un actif financier recherché par les investisseurs en période de crises ou d'incertitudes, mais sa demande est aussi déterminée par les opportunités d'arbitrage avec les autres actifs, notamment les obligations d'État, elles aussi considérées comme des investissements présentant un risque faible.

Comme l'or ne génère pas de rendement, il existe un coût d'opportunité à détenir de l'or par rapport à des produits obligataires quand les taux d'intérêt sont élevés. En conséquence, les performances de l'or

### Évolution du prix de l'or depuis 2016 (\$/once)

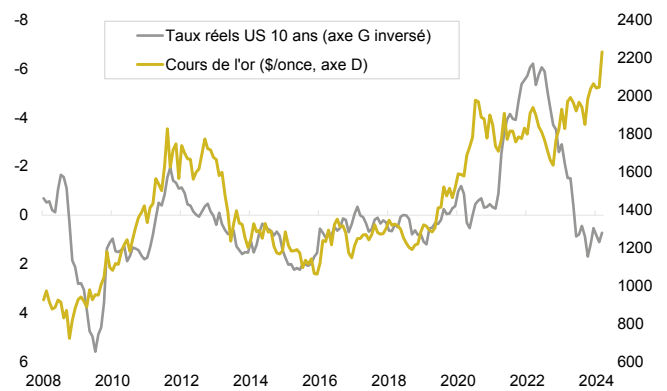


Sources : Bloomberg, Monnaie de Paris

Le graphique ci-contre représente l'évolution du cours de l'or et des taux réels américains à 10 ans, présentés sur un axe inversé. La corrélation entre le prix du métal jaune s'observe relativement bien sur les 15 dernières années, sauf en 2023, où les taux réels ont fortement augmenté, sans entraver la progression du prix de l'or. Deux raisons expliquent les très bonnes performances de l'or malgré le rebond des taux réels. Tout d'abord, le lien entre cours de l'or et taux réels n'est pas constant dans le temps, et notamment en cas de hausse des tensions, la fonction de valeur refuge de l'or prendra le pas sur les rendements comparatifs. Ainsi, la résurgence du conflit israélo-palestinien en octobre 2023 a contribué aux bonnes performances de l'or malgré l'environnement financier peu favorable. Ensuite, l'or profite d'un nouveau soutien qui a pris de l'ampleur en 2023 : les achats des banques centrales.

sont souvent corrélées aux taux d'intérêt réels, c'est-à-dire les taux d'intérêt ajustés de l'inflation. Quand les taux d'intérêt sont élevés, les obligations sont plus attractives, pénalisant le cours de l'or. Au contraire, quand les taux d'intérêt sont bas, les investisseurs se tournent vers des actifs offrant de meilleurs rendements. Quand les taux d'intérêt deviennent inférieurs à l'inflation, donc quand les taux d'intérêt réels deviennent négatifs, l'or devient un placement plus intéressant que les obligations. Outre le risque de crise, le niveau des taux réels est ainsi l'autre déterminant majeur de la demande d'or d'investissement.

### Cours de l'or et évolution des taux réels



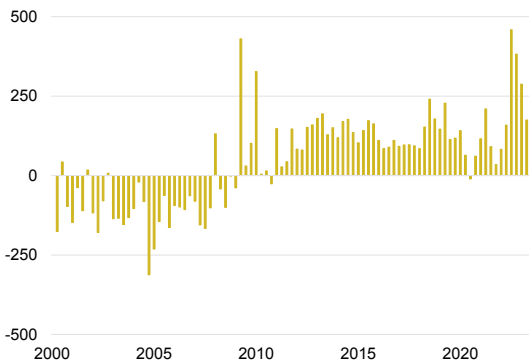
Sources : Bloomberg, Monnaie de Paris

## 3 L'OR COMME ACTIF DE RÉSERVE : LA DEMANDE DES BANQUES CENTRALES INFLUE SUR LES TENDANCES DE LONG TERME

En 2023, les achats des banques centrales représentaient près de 25% de la demande totale d'or. Mais cette proportion a été très variable dans le temps : entre la fin de l'étalon-or en 1971 et la crise financière de 2008, les banques centrales étaient vendeuses nettes d'or. Ces ventes d'or étaient parfois massives et

pouvaient entraîner le cours de l'or à la baisse. À tel point qu'en 1999, les banques centrales européennes ont conclu un accord pour limiter leurs ventes collectives et ne pas déstabiliser davantage le marché. La tendance s'est nettement inversée avec la crise financière de 2008, quand les banques centrales sont redevenues acheteuses nettes d'or, offrant un nouveau soutien au cours de l'or. Le métal jaune était notamment plébiscité pour sa qualité de réserve de valeur et permettait aux banques centrales de renforcer la confiance dans leur monnaie.

### Achats trimestriels nets d'or des banques centrales (tonnes)



Sources : Bloomberg, Monnaie de Paris

Aujourd'hui, les achats des banques centrales sont quasiment exclusivement le fait des pays émergents. Les achats ont nettement accéléré en 2022 à la suite de la guerre en Ukraine et des sanctions internationales prises contre la Russie. La hausse des tensions géopolitiques incite les banques centrales à vouloir réduire leur dépendance au dollar et à favoriser l'or. Parmi les acheteurs les plus importants aujourd'hui, on retrouve la Chine, la Turquie, la Pologne ou encore la République Tchèque.

Les achats des banques centrales ont été un important soutien au prix de l'or en 2023, alors que l'environnement financier était nettement défavorable. Si le comportement des banques centrales a un tel impact, c'est parce que les marchés anticipent que cette tendance est durable : contrairement à un consommateur ou un investisseur, les banques centrales mènent des opérations sur le long terme et leur demande pourrait donc rester soutenue durant plusieurs années. La tendance semble même plutôt à l'accélération. En 2023, l'enquête annuelle du World Gold Council menée auprès des banques centrales soulignait que 71% d'entre elles anticipaient une hausse des réserves d'or dans leur bilan pour les 12 prochains mois, en hausse de 10 points par rapport à 2022.

\* Exchange Traded Fund, un fond répliquant les performances d'un actif sous-jacent, ici l'or.

# 4

## LA DEMANDE D'OR COMME MATIÈRE PREMIÈRE DANS LA BIJOUTERIE ET L'INDUSTRIE : UN IMPACT SUR LA SAISONNALITÉ DES PRIX

L'utilisation de l'or comme matière première dans la bijouterie représente près de 50% de la demande totale d'or, et 7% pour l'industrie, où l'or sert à la fabrication de composants électroniques. Le prix de l'or devrait donc logiquement être influencé par la croissance mondiale (notamment la consommation et la production industrielle) : quand la croissance économique est forte, la hausse de la demande devrait se traduire par des pressions haussières sur les prix et inversement.

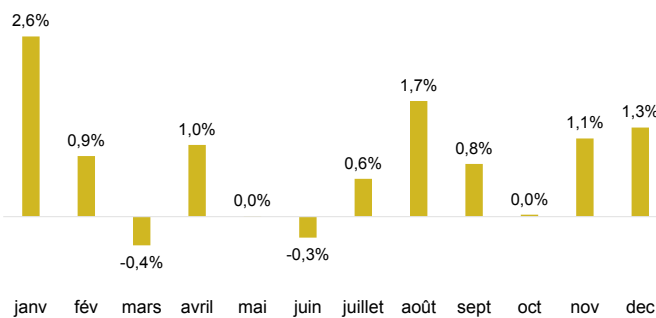
Or, la croissance influence peu les prix de l'or, la corrélation serait même plutôt négative, car l'or, en tant que valeur refuge, a tendance à monter en cas de choc économique ou financier. En revanche, si la demande d'or comme matière première ne semble pas avoir un impact majeur sur les grandes tendances du prix de l'or, elle induit bien une saisonnalité infra-annuelle, liée notamment à l'activité de la bijouterie.

La demande d'or en provenance de la bijouterie augmente fortement lors de certaines fêtes commerciales, culturelles ou religieuses, notamment en Chine et en Inde, les deux principaux consommateurs (qui représentent près de 60% de la demande mondiale d'or à destination de la bijouterie).

Deux périodes sont particulièrement dynamiques : (1) de novembre à février, avec des événements importants à travers le monde (saison des mariages en Inde, festival Divali en Inde, fêtes de fin d'année en occident, Nouvel An chinois, Saint-Valentin) et (2) en août et début septembre, avec des événements principalement en Chine (Saint-Valentin chinois, saison des foires et salons de joaillerie, vacances du *National Day*). Historiquement, le cours de l'or a tendance à monter sur ces mois (comme l'illustre le graphique ci-contre), alors que les performances sont plus modestes sur le reste de l'année. Par exemple, la variation mensuelle du cours de l'or en dollar en janvier a été de 2,6% en moyenne depuis 1999, alors qu'elle est de -0,4% en mars. Il existe bien entendu des mois où cet effet statistique ne s'observe pas ; par exemple, en mars 2023, le cours de l'or bondissait de plus de 9% car la faillite de la banque SVB aux États-Unis faisait craindre le risque d'une nouvelle crise financière.

Si l'or est une matière première, c'est aussi un actif d'investissement, et l'ampleur des volumes échangés sur les marchés boursiers implique une influence beaucoup plus grande sur le prix de l'or que l'activité de bijouterie.

Variations mensuelles moyennes du prix de l'or (en dollars depuis 1999)



Sources : Bloomberg, Monnaie de Paris

### → EXISTE-T-IL UN BON MOMENT POUR INVESTIR DANS L'OR ?

La qualité de valeur refuge de l'or est le premier facteur influençant le prix de l'or : lors de l'éclatement d'une crise, son cours a tendance à monter brutalement, car les investisseurs fuient les actifs plus risqués pour acheter de l'or. Ces événements extrêmes (crise sanitaire, guerre, faillite bancaire...), favorables au métal doré, sont par nature imprévisibles. De nombreux spécialistes recommandent ainsi d'inclure constamment de l'or dans ses placements, qui sera l'un des rares actifs à progresser en cas de crise économique, financière ou géopolitique.

Certains facteurs sont plus favorables à une hausse du prix de l'or : des taux d'intérêt bas, un fort appétit des banques centrales pour l'or comme actif de réserve, une demande soutenue en provenance de la Chine et de l'Inde, la raréfaction de l'offre... Mais cette multiplicité des déterminants du cours de l'or induit aussi une forte volatilité à court terme. L'or doit donc plutôt être envisagé comme un investissement de long terme ; il présente d'ailleurs d'excellentes performances historiques sur longue période comme nous l'illustrons dans notre précédent article.

« La présente communication est le fruit des réflexions du service des études économiques de la Monnaie de Paris à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles. La Monnaie de Paris ne peut garantir l'exactitude des données utilisées provenant de sources externes ou l'exhaustivité des informations mises à disposition, qui ne doivent pas être substituées à l'exercice de votre propre jugement.

Cette communication fait référence à des performances qui ont trait aux années passées, qui ne préjugent pas des performances futures. Elle est proposée à des fins d'information et ne constitue pas une recommandation, un conseil en investissement ou un conseil financier. En conséquence, la Monnaie de Paris ne pourrait accepter une responsabilité qui résulterait de l'utilisation des informations contenues dans cette communication ».