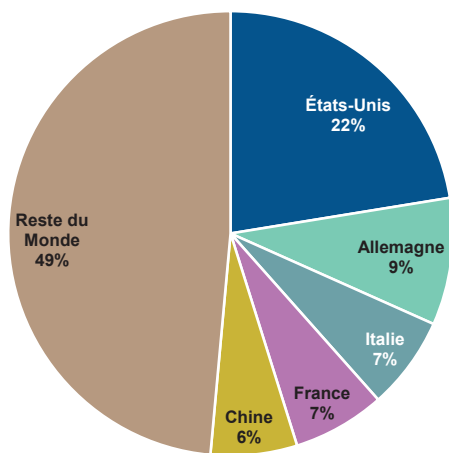


L'OR DES BANQUES CENTRALES : D'ÉTALON MONÉTAIRE À ACTIF STRATÉGIQUE

Une grande partie de l'or détenu aujourd'hui par les banques centrales est un héritage direct de l'étalon-or, période durant laquelle les autorités monétaires devaient accumuler du métal afin de garantir la convertibilité de leur monnaie. Cette contrainte a conduit les pays développés à constituer des stocks considérables, qui expliquent encore aujourd'hui la concentration des réserves : plus de 50 % des réserves d'or sont détenues par seulement cinq banques centrales (États-Unis, Allemagne, Italie, France et Chine). La fin du système de Bretton Woods en 1971 a marqué un tournant : l'or a cessé d'être au cœur du fonctionnement du système monétaire international. Pour autant, il n'a jamais disparu des bilans des banques centrales, conservant un rôle particulier en tant qu'actif de réserve. Au fil du temps, sa fonction a évolué, passant d'ancrage monétaire à instrument de diversification. Et depuis quelques années, dans un contexte d'incertitudes économiques et géopolitiques accrues, l'or regagne en importance dans la stratégie des banques centrales.

Répartition géographique des réserves d'or des banques centrales (pour un total de 38 666 tonnes détenues)



Sources : FMI, World Gold Council, Monnaie de Paris

DE LA FIN DE L'ÉTALON-OR À LA CRISE FINANCIÈRE : LES BANQUES CENTRALES PASSENT DE VENDEUSES À ACHETEUSES NETTES.

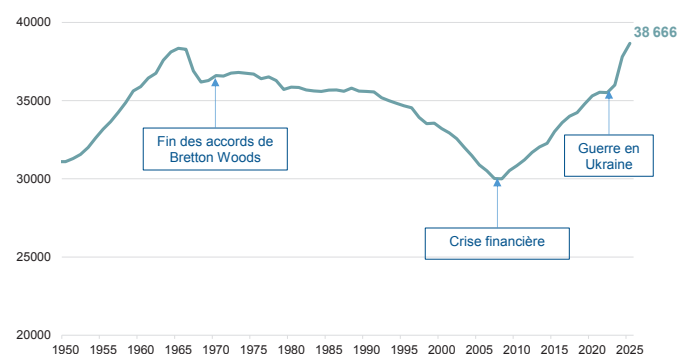
À la suite de la fin du système de Bretton Woods, l'or a progressivement perdu son rôle central dans l'architecture monétaire internationale. Dans les décennies qui ont suivi, et plus particulièrement dans les années 1990 et au début des années 2000, de nombreuses banques centrales, principalement dans les économies avancées, se sont mises à vendre une partie de leurs réserves d'or.

Dans un environnement marqué par la stabilité macroéconomique et la crédibilité des politiques monétaires, l'or apparaissait comme un actif peu attractif : non rémunéré et donc perçu comme moins performant que les obligations souveraines. Ces ventes officielles ont contribué à exercer une pression baissière sur les prix de l'or, au point de susciter des inquiétudes quant à une possible déstabilisation du marché.

C'est dans ce contexte qu'a été mis en place le Central Bank Gold Agreement à la fin des années 1990 : un accord conclu entre les principales banques centrales européennes pour coordonner et limiter leurs ventes annuelles. L'objectif était double : encadrer les volumes vendus et apporter de la visibilité au marché, afin d'éviter de provoquer de fortes baisses de prix. Renouvelé à plusieurs reprises dans les années 2000, cet accord a joué un rôle stabilisateur important, en signalant que les banques centrales restaient conscientes de leur influence sur le marché de l'or.

La crise financière mondiale de 2007-2008 marque un tournant majeur. Elle a profondément remis en question la perception du risque et mis en lumière la vulnérabilité de certains actifs réputés sûrs. Dans ce contexte, l'or a retrouvé une place particulière dans les stratégies de réserve : actif sans risque de crédit, liquide et décorrélé des marchés financiers, il est redevenu attractif aux yeux des banques centrales. Cette crise majeure a permis de souligner les qualités de l'or, comme actif de diversification et valeur refuge par excellence. À partir de cette période, les banques centrales ont ainsi progressivement cessé leurs ventes pour redevenir, collectivement, des acheteuses nettes d'or.

Évolution des réserves totales d'or détenues par les banques centrales (tonnes)



Sources : FMI, World Gold Council, Monnaie de Paris



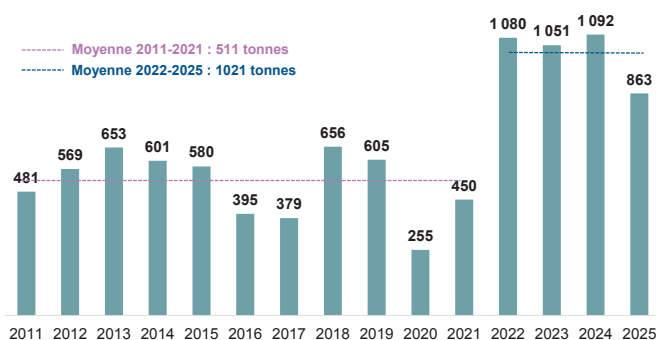
DE LA CRISE FINANCIÈRE AUX ANNÉES 2020 : LA MONTÉE EN PUISSANCE DES ACHATS DES BANQUES CENTRALES

À partir de la crise financière mondiale de 2007-2008, les banques centrales ont donc progressivement modifié leur comportement vis-à-vis de l'or, redevenant acheteuses nettes après plusieurs décennies de ventes. Cette tendance s'est poursuivie au cours des années 2010, puis s'est nettement accéléré à partir de 2022, à la suite de la guerre en Ukraine et des sanctions internationales prises contre la Russie. Entre 2011 et 2021, les achats annuels des banques centrales étaient d'environ 500 tonnes par an en moyenne. Ce chiffre a doublé à partir de 2022 : pendant trois années consécutives, les banques centrales ont collectivement acheté plus de 1000 tonnes d'or par an. En 2025, elles ont réduit leurs achats face à la hausse des prix mais en restant sur des volumes élevés (plus de 860 tonnes).

Cette dynamique est largement portée par les économies émergentes, dont les banques centrales disposent historiquement de réserves d'or plus limitées que celles des pays développés. Les banques centrales de Chine, de Turquie ou encore de Pologne ont ainsi joué un rôle déterminant dans cette montée en puissance des achats. Pour ces pays, l'or apparaît comme un moyen de rééquilibrer la composition de leurs réserves, encore fortement dominées par les devises, et notamment le dollar américain.

L'ampleur et la régularité de ces achats ont eu un impact majeur sur le marché de l'or. Contrairement aux investisseurs privés, les banques centrales s'inscrivent dans une logique de long terme, ce qui rend leur demande structurellement stable. Leurs achats massifs ont ainsi contribué à exercer une pression haussière sur les prix depuis 2022. Leur rôle devrait rester central dans les années à venir, tant que l'environnement économique et géopolitique continuera à favoriser la détention d'or dans les réserves officielles.

Achats nets des banques centrales sur le marché de l'or (tonnes)



Sources : World Gold Council, Bloomberg, Monnaie de Paris

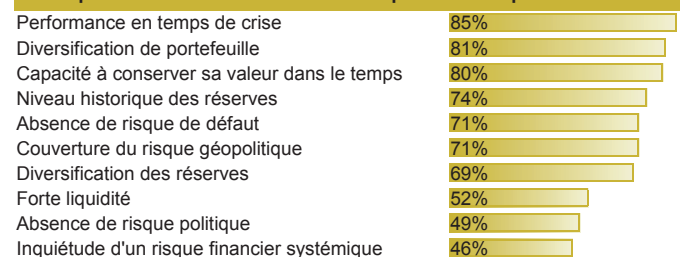
LES MOTIVATIONS DES BANQUES CENTRALES : ENTRE VALEUR REFUGE ET ENJEUX GÉOPOLITIQUES

L'enquête annuelle du World Gold Council permet de mieux comprendre les raisons de ce retour de l'or dans les réserves officielles. Depuis 2018, l'organisme interroge chaque année environ 70 banques centrales à travers le monde sur la gestion de leurs réserves d'or. Les résultats de cette enquête mettent en évidence à la fois des facteurs traditionnels et des évolutions plus récentes.

Historiquement, l'or occupe une place particulière dans les portefeuilles des banques centrales en raison de ses propriétés financières spécifiques. Selon l'enquête la plus récente, les principaux facteurs de détention d'or sont : sa performance en temps de crise (pour 85% des banques centrales), son rôle de diversification de portefeuille (81%) et sa capacité à conserver sa valeur dans le temps, même face à l'inflation (80%). Ce sont donc avant tout les qualités de valeur refuge de l'or qui expliquent l'attrait des banques centrales, à la fois dans les pays développés et les pays émergents.

Mais l'enquête souligne aussi que certains critères moins « classiques » sont de plus en plus mis en avant dans la stratégie de gestion des réserves internationales, notamment par les banques centrales des pays émergents. Dans ces économies, 81% des banques centrales déclarent détenir de l'or pour se prémunir du risque géopolitique, quand elles ne sont que 60% dans les pays développés. De même, le risque de guerre commerciale est un facteur pertinent pour 64% des banques dans les pays émergents, et pour seulement 40% dans les pays développés. Enfin, près d'un quart des institutions émergentes souhaitent se protéger contre d'éventuelles sanctions et anticipent un changement dans le système monétaire international, quand aucune banque centrale d'un pays développé n'a mis en avant un de ces deux critères. Ainsi l'or, outre ses qualités de valeur refuge, est aussi désormais vu comme une couverture contre le risque géopolitique, un critère qui a largement contribué à l'accélération des achats d'or des banques centrales au cours des dernières années.

Top 10 des raisons de détenir de l'or pour les banques centrales



Sources : Enquête annuelle du World Gold Council, Monnaie de Paris



QUELLE PLACE POUR L'OR DANS LES RÉSERVES INTERNATIONALES ?

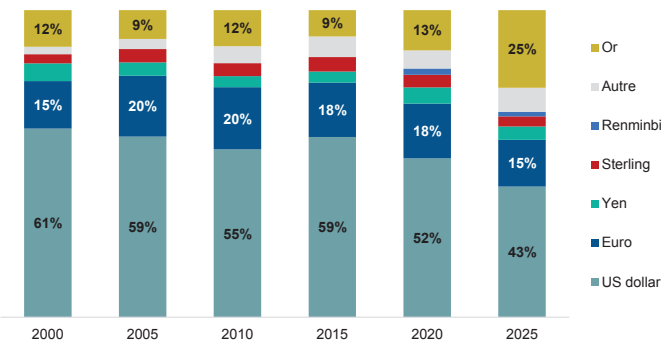
Les achats massifs des banques centrales, couplés à la forte hausse des prix ont permis à l'or d'occuper une place de plus en plus importante dans les réserves mondiales. En 2024, l'or est passé pour la première fois en deuxième position des actifs détenus par les banques centrales, encore loin du dollar mais devant l'euro. Le dollar reste largement dominant (43% des réserves mondiales en 2025) mais sa part s'érode progressivement, illustrant la volonté de « dédollarisation » de certains pays. L'enquête du World Gold Council confirme cette tendance. Les banques centrales sont 28% à penser que les réserves en dollar vont être significativement réduites dans les prochaines années. Ce chiffre est en forte hausse : elles n'étaient que 13% à le penser en 2024, et 5% en 2023.

À l'inverse, l'attrait de l'or se confirme. En 2025, 43% des banques interrogées ont déclaré qu'elles envisageaient d'augmenter leurs réserves d'or au cours des 12 prochains mois, un chiffre record depuis le début de l'enquête (elles n'étaient que 8% en 2019, avant la crise du Covid et l'intensification des tensions géopolitiques à travers le monde). En parallèle, aucune n'anticipe de vendre une partie de leur or. Pour les pays qui cherchent à réduire leur dépendance au dollar, l'or apparaît comme une bonne alternative : actif universel, sans risque de contrepartie et indépendant de toute juridiction nationale, il constitue un outil privilégié de diversification.

CONCLUSION : L'OR GARDE UN RÔLE CENTRAL ET DURABLE POUR LES BANQUES CENTRALES

Que ce soit pour ses qualités de valeur refuge, son rôle de diversification de portefeuille, sa capacité à couvrir le risque géopolitique ou simplement pour ses bonnes performances historiques, l'or est devenu un actif incontournable dans la gestion des réserves des banques centrales. Selon les estimations du World Gold Council, les banques centrales détenaient presque 39 000 tonnes d'or fin 2025, soit 18% de tout l'or extrait au cours de l'histoire. L'intérêt renouvelé des banques centrales pour le métal doré signe son retour en grâce dans les affaires monétaires mondiales, non comme moyen de paiement mais comme réserve de valeur. Plus que jamais, les banques centrales s'imposent comme des acteurs majeurs du marché de l'or, un rôle qu'elles devraient continuer à jouer durablement au regard des tendances actuelles.

Évolution de la composition des réserves des banques centrales



Sources : Bloomberg, FMI, Monnaie de Paris

« 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 ».