

LA LETTRE DU C.E.P.I.I.

CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

N° 5

Janvier 1980

Points de repère sur l'or.

Les accords de la Jamaïque, en janvier 1976, devaient consacrer la démonétisation de l'or. Ultérieurement, le deuxième amendement aux statuts du Fonds monétaire international abolissait la référence à l'or ; son prix officiel était supprimé, en même temps que son utilisation par le Fonds. En principe, la hausse spectaculaire du cours de l'or en 1979 devrait donc être interprétée comme un phénomène analogue à celui enregistré pour d'autres marchandises.

En réalité, la « démonétisation » de l'or reste largement théorique. Non seulement le métal jaune n'est pas devenu une marchandise comme les autres, mais on peut observer une « remonétisation » de facto : l'or demeure un actif gardé en réserve par les banques centrales, il constitue plus que jamais un moyen de diversification des avoirs, et il s'avère même être un placement rentable depuis 1973.

1
Une
marchandise
singulière

Les variations de l'offre d'or sur le marché mondial résultent principalement des politiques de vente de l'Union soviétique et de banques centrales occidentales (tableau 1). La production d'or du monde occidental, qui représente plus de la moitié de l'offre, s'est en effet stabilisée autour d'un millier de tonnes ces dernières années, en raison des difficultés d'extraction en Afrique du Sud. Depuis 1975, en revanche, les ventes soviétiques se sont accrues fortement, pour faire face aux difficultés de la balance des paiements (1). Les ventes d'or par le FMI et certaines autorités monétaires (principalement le Trésor américain) ont également pris de l'ampleur et atteignent près de 30 % de l'offre en 1979.

TABLEAU 1

Marché
mondial
de l'or

(En tonnes)	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 (p)
OFFRE							
— Production occidentale .	1 064	1 008	940	955	967	968	1 010
— Ventes nettes de l'URSS	280	220	140	300	340	430	390
— Ventes :							
• FMI	»	»	»	121	188	227	550
• Trésor américain	»	»	39	79	»	126	
• Autres autorités monétaires	91	20	51	115	155	89	
TOTAL	1 435	1 248	1 170	1 570	1 650	1 840	1 950
DEMANDE							
— Achats de lingots :							
• Autorités monétaires .	51	»	55	»	60	»	»
• Thésaurisation nette ..	339	516	220	60	125	335	390
— Or travaillé	1 045	732	895	1 510	1 465	1 505	1 560

Sources : S. Montagu et Crédit Suisse.

(1) Voir « La lettre du CEP II » n° 4 : L'Europe de l'Est dans la crise.

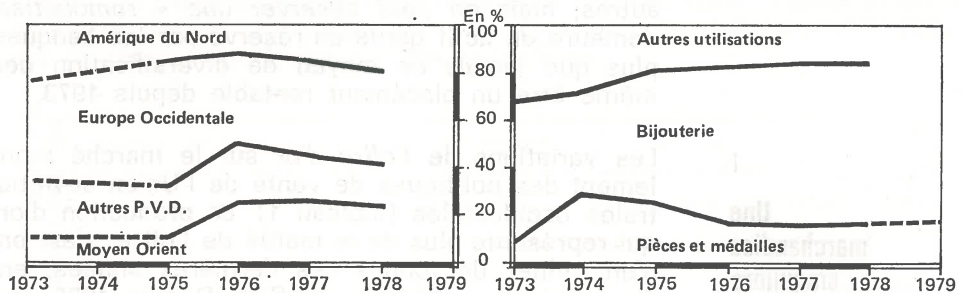
Janvier 1980

Sur ce marché mondial, la demande d'or n'est pas davantage comparable à celle d'une marchandise ordinaire. Si les achats par des banques centrales n'ont représenté qu'une faible part de la demande au cours de ces dernières années, la thésaurisation (demande nette des particuliers) en a constitué une fraction importante, surtout dans les années de forte hausse du cours : elle atteindrait près de 400 tonnes en 1979. Il faut, en outre, mentionner que cette thésaurisation est sous-estimée, dans la mesure où les chiffres concernant les pays du Moyen et de l'Extrême-Orient sont compris dans le poste « or travaillé ».

Ce dernier poste, qui représente 80 % de la demande mondiale, est en effet plus large que les seuls usages véritablement industriels. Le graphique A montre que ceux-ci ne représentent qu'une partie minoritaire et décroissante de l'or travaillé. Les principales utilisations sont, d'une part, la bijouterie (près de 70 %), d'autre part, les pièces et médailles (plus de 15 %) et, dans les deux cas, on peut penser que la production est achetée en partie pour des motifs proches de la thésaurisation.

GRAPHIQUE A

Répartition de la demande d'or travaillé
Par zone et par type d'utilisation



Source : S. Montagu.

Source : Crédit Suisse.

Dans ces conditions, il apparaît que les flux nets d'achat et de vente sur le marché de l'or varient essentiellement en fonction de choix de patrimoine, tant des particuliers que des Etats. L'or se distingue ainsi fondamentalement des autres marchandises, les stocks détenus étant beaucoup plus élevés que les flux échangés annuellement sur le marché : les réserves publiques (hors pays de l'Est) atteignent près de 32 000 tonnes, tandis que les réserves privées sont estimées à environ 25 000 tonnes (2).

En dépit de la démonétisation officielle de l'or, les banques centrales ont conservé la plus grande partie de leurs réserves (tableau 2). Comptabilisé à son prix de marché, l'or constitue certainement en 1979 la plus importante des réserves de change (3).

Un actif gardé en réserve par les banques centrales

TABLEAU 2

Réserves des autorités monétaires

(Montant, à la fin de chaque année, en milliards de DTS)	1949	1959	1969	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Réserves en or :									
— à 35 DTS l'once	32,9	37,6	38,9	35,6	35,6	35,5	35,3	35,4	35,7
— au prix du marché ..	32,6	37,7	39,1	94,7	154,8	121,6	117,1	137,4	176,7
Réserves en devises ...	11,0	16,1	33,0	101,5	126,3	136,9	159,8	250,0	220,9

Source : FMI.

(2) Chiffres cités par l'expert américain Franz Pick. Pour l'URSS et les pays d'Europe centrale, les réserves ne doivent pas excéder 2 500 tonnes.

(3) Les pays développés en détiennent 85 %, et cinq pays possèdent à eux seuls 65 % du stock (Etats-Unis, Allemagne fédérale, France, Italie, Suisse).

Les Etats-Unis sont les principaux bénéficiaires de la réévaluation de l'or : la diminution de 60 % du volume de leurs réserves entre 1949 et 1971 a ainsi été largement compensée par la hausse du cours de l'or, qui leur a permis d'obtenir une plus-value considérable. Celle-ci contribue à gager la monnaie américaine, mais peut aussi servir à acquérir les devises d'intervention dans le cadre de la politique de défense du dollar. Les ventes d'or du Trésor américain — 244 tonnes de 1975 à 1978 — sont restées limitées et ne représentent qu'une part minime des réserves officielles des Etats-Unis (8 600 tonnes en 1978).

Ce rôle important de l'or se retrouve également dans beaucoup d'autres pays, qui s'en servent soit pour garantir leur capacité d'endettement (Belgique, Italie...), soit pour payer leur déficit (Portugal...), soit pour valoriser leur surplus (Arabie saoudite, Koweït...).

Depuis 1967 — date à laquelle la crise de la livre sterling manifesta les premiers symptômes de la dislocation du système de Bretton Woods — les liquidités internationales se sont accrues de façon considérable.

3
Un moyen
de diversification
des avoirs

TABLEAU 3

Avoirs extérieurs
cumulés de 1967 à 1977
(Cumul par les résidents
de chaque pays,
à l'exclusion des flux
entre banques commerciales)

(En milliards de dollars)	Etats-Unis	Japon Alle- magne France Royaume- Uni	Autres pays déve- loppés	OPEP	Autres pays en dévelop- pement	Total	(Dont en dol- lars)
Dépôts dans les banques com- merciales et auprès du Tré- sor américain	10	120	70	100	50	350	(230)
Investissements et prêts	140	170	120	50	25	505	...

Source : Estimation provisoire C.E.P.I.I. à partir des données du F.M.I., de la B.R.I. et du Federal Reserve Bulletin (étude à paraître en juin 1980 dans *Economie Prospective Internationale*).

Le tableau 3 permet de comparer les liquidités internationales (dépôts dans les banques commerciales à l'étranger et avoirs en bons du Trésor américain), et les actifs non bancaires (investissements directs et de portefeuille, prêts), en cumulant les flux de 1967 à 1977. Les Etats-Unis, pays émetteur de la monnaie internationale, détiennent peu de liquidités externes (10 milliards de dollars), mais beaucoup d'avoirs non bancaires (140 milliards de dollars). Les autres pays ont en revanche accumulé des stocks considérables de liquidités internationales.

Pour les pays développés occidentaux, une grande partie de ces liquidités correspond aux réserves de change de quelques pays excédentaires qui, à l'instar de la RFA, stockent des dollars pour freiner la hausse de leur propre monnaie. Mais parmi les détenteurs d'avoirs bancaires extérieurs, on trouve également de nombreux pays en développement : les pays non pétroliers parce que cette liquidité constitue la garantie de leur endettement, les pays de l'OPEP parce qu'ils n'ont investi qu'une partie de leurs excédents courants. Pour ces deux groupes de pays, les liquidités internationales doivent ainsi assurer les achats futurs à l'étranger.

En l'occurrence, ces avoirs sont principalement constitués de dépôts dans une monnaie — le dollar — dont le pouvoir d'achat se détériore. La diversification des avoirs peut dès lors devenir un élément essentiel de la politique financière, tant des pays en développement que des pays développés. Mais cette diversification n'est pas aisée, en l'absence d'un actif suffisamment large pour être substituable au dollar. Il en résulte une pression très forte sur quelques valeurs-refuges (or, deutschemark, franc suisse), dont la trace sur les flux nets d'achat est restreinte, mais qui se traduit par la montée des cours.

4 Un placement rentable depuis 1973

Actif de diversification, l'or cumule son avantage de liquidité avec un rendement relatif élevé. En fait, la rentabilité des placements en or, comparée à celle des trois principales devises de réserve, a connu depuis la généralisation des changes flottants deux évolutions distinctes :

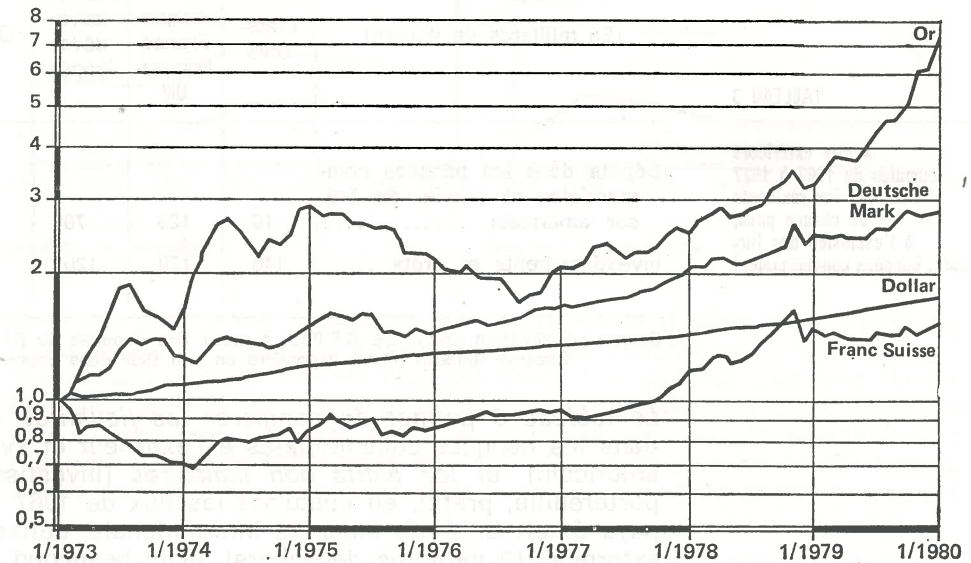
— Jusqu'à l'automne 1976, le cours de l'or a enregistré trois hausses successives brutales, correspondant aux crises du dollar, suivies d'importants mouvements à la baisse.

— A partir de 1976, la hausse du cours de l'or est ininterrompue, et elle garantit un gain différentiel croissant par rapport aux placements liquides en dollars. C'est dans cette tendance que s'inscrit la forte accélération du prix de l'or en 1979.

Le graphique B indique la valeur nominale d'un dollar placé le 1^{er} janvier 1973 et systématiquement réinvesti depuis cette date. S'il a été placé en or, sa valeur nominale au début de 1974 a doublé, elle dépasse 5 dollars début octobre 1979 et continue depuis lors sa rapide ascension pour s'élever à 7 dollars mi-décembre. Sur les euromarchés, elle n'atteint à cette date que 2,8 dollars pour un placement liquide effectué en deutschemark, 1,7 dollar pour un placement en dollars et 1,5 dollar sur le compartiment des eurofrancs suisses.

GRAPHIQUE B

Rendements cumulés
de diverses formes
de placement liquide



Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales
52, rue Saint-Denis
75001 Paris
Tél. : 233-71-36

Rédacteur en chef :
Gérard Lafay.

Edition :

La Documentation française.

Abonnement d'un an
(8 numéros) : 120 F.

Commande adressée à
La Documentation française
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement à réception
de la facture.

Directeur
de la publication :
J.-L. Crémieux-Brilhac
CPPP n° 1462 AD.

Dépôt légal :
1^{er} trimestre 1980

Imprimerie LIR
Imprimé en France.

Calcul CEPII à partir des sources suivantes :

- Sharps Pixley monthly market pour les cours mensuels de l'or ;
- Statistiques financières de l'OCDE pour les taux d'intérêt sur le marché des eurodevises à trois mois ;
- Principaux indicateurs économiques de l'OCDE pour les taux de change.

Face au dollar, qui reste la seule monnaie internationale et le principal actif liquide de réserve, l'or se présente ainsi — concurremment au deutschemark et au franc suisse — comme un placement de diversification. L'absence d'une gestion étatique de son cours et sa rétention par les banques centrales favorisent la spéculation.

Tout événement exprimant une remise en cause des fonctions internationales de la monnaie américaine se traduit désormais par une spéculation qui se porte de façon privilégiée sur l'or. Sans doute, son rôle monétaire reste-t-il encore atrophie, puisqu'il se limite pour l'essentiel à la fonction d'instrument de réserve : il n'intervient dans les règlements entre banques centrales qu'au sein du système monétaire européen, et il n'est guère utilisé comme unité de compte. Mais cette remonétisation partielle et implicite de l'or, en l'absence d'un système monétaire stable, lui confère une place de premier plan dans les futures négociations internationales.