

L'or, protection financière ultime (I/III)

Marquée par la crise, l'année 2008 a éprouvé l'ensemble des classes d'actifs, des actions jusqu'aux matières premières. L'une d'entre elles fait cependant exception à la règle : l'or. Le 17 mars 2008, alors que la banque Bear Stearns sombrait, le métal jaune affichait pour la première fois de son histoire un cours à 4 chiffres en dollars sur le marché de référence de Londres : 1023,5\$ l'once (oz) troy, une unité médiévale de 31,105 grammes, ou 649,5€/oz.

Un peu d'histoire... En août 1971, le président Nixon rompait la parité fixe de 35\$/oz qui liait le métal jaune au billet vert, cœur du système international de changes. Privé de statut monétaire officiel, l'or peine alors à redevenir une simple matière première. La crise et l'inflation le propulseront jusqu'à un éphémère pic de 850\$/oz, en janvier 1980. Puis les politiques économiques et monétaires conduiront à un long hiver aurifère qui ne prendra fin qu'après le plancher de l'été 2001, vers 255\$/oz.

Une offre en berne

Quels sont les fondamentaux de l'or ? La production minière, 63% de l'offre en 2008, recule. Elle s'est contractée de 10% entre son point culminant de 2001 (2645 tonnes) et 2008 (2385 t), selon le cabinet spécialisé GFMS. Après une décennie de disette, les investissements miniers de capacité viennent de reprendre. Coûteux, le lancement d'une mine prend aussi du temps : de 5 à 10 ans. Et les conditions d'extraction se durcissent : manque de main d'œuvre qualifiée, de crédit, contraintes environnementales croissantes, et surtout baisse de la richesse des gisements. GFMS estime que 158000 tonnes d'or ont été extraites depuis le début des temps, dont 66% après 1950. Les meilleurs filons ont été exploités en premier. Selon la banque genevoise Gonet, la teneur moyenne des minerais aurifères, qui frôlait les 6/8 grammes/tonne dans les années 60, est tombée à 1,3 g/t.

De plus, les grands producteurs historiques (Etats-Unis, Afrique du Sud, Australie et Canada), qui concentraient 55% de l'offre voilà dix ans, n'en pèsent plus de 32%. Le centre de gravité des mines d'or se déplace vers des pays moins stables où le " nationalisme des ressources " n'est pas rare, comme la Chine (1er producteur mondial depuis 2007) ou l'Indonésie. A terme, les investissements devraient permettre la hausse de la production. Mais cette dernière risque, du point de vue de la demande, de perdre en fiabilité.

Le recyclage (29% de l'offre, 1100 t en 2008), qui tire partie des vieux bijoux et des déchets électroniques, est sujet à de fortes variations (-14% en 2007, +13% en 2008). Dernier élément : les ventes des banques centrales (8% de l'offre), qui se défont d'un métal " démonétisé ". Concentrées en Europe, ces cessions ralentissent (-42% en 2008, à 279 t).

Du côté de la demande, la bijouterie conserve la première place avec 2139 t en 2008. Mais elle est au plus bas depuis 20 ans. La hausse et la volatilité des prix déroutent les consommateurs dont l'Inde, les Etats-Unis, et la Chine sont les premiers. La part de la bijouterie est passée de 84% de la demande totale en 2000 à 57% en 2009. De son côté, la demande industrielle (rachats de couverture des minières, électronique) évolue autour de 20% de la demande totale.

Le rôle moteur de la demande d'investissement

Enfin, la " demande financière " est la plus dynamique. De 2000 à 2008, elle est passée de 5 à 21% de la demande totale de métal jaune. Les ETF en sont l'expression la plus visible. Apparus en 2002/2003, ces fonds cotés en Bourse répliquent la performance de l'or sur laquelle ils sont gagés, physiquement et/ou par des dérivés. Au nombre d'une dizaine, ils se partagent environ 1400 t de métal à ce jour, dont 308 t engrangées en 2008. Mais le gros du bataillon reste constitué de pièces et de lingots.

L'appétit des investisseurs était d'abord motivé par la montée des risques politiques et un souci de diversification, l'or étant décorrélé des autres actifs. Aujourd'hui, le métal joue aussi le rôle de valeur-refuge contre toutes sortes de menaces financières. Michel Juvet, économiste en chef de la banque suisse Bordier & Cie, estime que les relances budgétaires financées par un surcroît de dette publique présentent des risques pour la stabilité du système financier. Idem pour les banques centrales, qui accroissent la masse monétaire - ce qui, in fine, est inflationniste - et mènent des opérations " non conventionnelles " : pour soulager le marché du crédit, la Fed dégrade son bilan en y intégrant des actifs de moins bonne qualité. Elle n'est pas la seule. Or la valeur des monnaies dépend de la solidité du bilan des institutions qui en ont la charge.

A l'avantage d'une valeur intrinsèque incontestable, l'or ajoute celui de n'être la dette de personne. Si tant est qu'il soit effectivement disponible. C'est peut-être ce qui explique que dernièrement, la demande de lingots (+62% en 2008 à 383 t, dont 248 t au seul 2ème semestre) et de pièces ait pris le pas sur " l'or-papier " que sont les ETF et les dérivés. Liés à des établissements financiers, ces derniers ne sont pas sans présenter un risque, même relatif, de contrepartie.

La " remonétisation " de l'or est parfois évoquée. C'est aller un peu vite en besogne. Pour l'heure, le métal jaune sert surtout - et c'est déjà beaucoup - de protection contre les plus graves des risques géopolitiques, économiques, financiers et aujourd'hui monétaires. Alors que la cohésion de l'Union monétaire européenne est remise en question, l'or vient d'ailleurs d'atteindre 767€/oz (et 968 \$/oz) au soir du 17 février 2009. En euros, c'est un record absolu. (A suivre). EG