

The Banker's View – May 2006

L'Or et l'Euro : la relique barbare, mais peut-être aussi la monnaie européenne, refuges dans un monde déboussolé

Jean-Pierre PATAT

(écrit début mai 2006)

Abstract

Gold and the Euro: the barbarian relic, but perhaps also the European currency, are shelters in a puzzled world

The market price for gold rose from less than 300 dollars at the end of the century to more than 600 dollars today. Five years ago, most economists highlighted the reasons for the end of the barbarian relic: demonetisation, IMF and many central banks selling parts of their stock, no or very weak return, and perhaps the most important, the loss of shelter role as the sophistication of new financial instruments could offer better alternatives.

All these factors remain today. So what happened?

First, there is a basic element for gold price not to drop permanently: the demand remains relatively strong, from jewelry and also from Asian central banks, which increase their stock.

But the present surge is in our sense the evidence that the role of ultimate reserve of gold, considered as ridiculous for 10 years, has taken a particular importance today: in a puzzled world in which everybody knows that everything is possible, from terrorist attacks to devastating climatic change, and including pandemics, nuclear proliferation, unfair financial practices by financial institutions obsessed by their stock price, and now explosive rise of the oil price, there are a lot of reasons for a lot of economic agents to accept keeping part of their wealth in a non-interest-bearing but physical and more secure asset.

We are wondering if the euro, which has been rising against the dollar during the last weeks is not playing, perhaps temporary, the role of shelter. We are still not convinced by the explanation of the ECB arguing that the surge of the euro is the result of better economic prospects in the area. Conversely, we are wondering if the US assets and the dollar are not losing some of their credibility and aptitude to be shelters, for many reasons: a delusion-prone economic policy as economic growth has been increasingly supported by increasing indebtedness and fuelled by a current account deficit accounting for 7% of GDP in 2005; a poorly performing administration (cf. the catastrophe in New Orleans); no clear strategy or even policies in the Middle East; and perhaps more important, this enormous and structurally rising dependence vis-à-vis oil .

A la fin du siècle précédent, le cours de l'or était inférieur à 300 dollars l'once. La chute était spectaculaire par rapport aux sommets (plus de 600 dollars) des années 70 et la plupart des analystes étaient pessimistes sur son avenir, les raisons invoquées pour cela étant nombreuses.

- D'abord, l'or ne servait plus à rien dans les échanges internationaux : « démonétisé » après les accords de la Jamaïque de 1976, il n'était plus utilisé dans les règlements de balances de paiement.
- Ensuite, il ne rapportait rien ou pas grand chose. Un stock d'or peut rapporter un (modeste) intérêt par les opérations de prêts d'or mais seules les grandes banques centrales, qui sont les prêteurs peuvent y prétendre ; les emprunteurs sont les producteurs ayant vendu à terme une partie de leur production. Mais le taux de rendement n'atteint guère plus de 1% en période calme et rarement 2% dans des circonstances exceptionnelles.
- Enfin, même sa fonction d'ultime réserve de valeur semblait en voie de disparition face à la multiplication des produits financiers sophistiqués introduits depuis vingt ans. Un exemple de cette perte d'une fonction, particulièrement évidente en période de crise, était la fin de la corrélation inverse observée pendant longtemps entre le prix de l'or et le taux de change du dollar vis-à-vis des autres monnaies.

Cette perte d'influence se traduisait, cruellement pour ceux qui y croyaient encore, par de nombreuses décisions fortes : l'or ne figurait plus dans le capital du FMI ; ce dernier avait restitué un sixième du stock détenu à chacun des pays membres et vendait progressivement (à très petites doses) les cinq sixième restant sur le marché afin d'abonder les ressources destinées à l'aide aux pays les plus pauvres (devant une telle symbolique, Keynes devait, à n'en pas douter, rire de plaisir dans sa tombe). Mais il y avait d'autres signes : la BCE ne se décidait qu'après de longs débats à inclure de l'or (15%) dans ses réserves. Des banques centrales elles-mêmes, parmi les plus anciennes et les plus vénérables, commençaient à se délester quelque peu d'une partie de leur stock.

Aujourd'hui, l'once d'or vaut plus de 600 dollars, plus de deux fois sa valeur du début du siècle. Il a incontestablement, sur cette période, été le meilleur placement. Pourtant, rien n'a changé dans son environnement institutionnel : son utilisation monétaire est toujours nulle ; le rendement des prêts d'or toujours aussi modeste.

Cependant, l'acharnement mis à l'époque des plus basses eaux par les courtiers en or (tous basés à Londres) à se disputer la clientèle des banques centrales pour des opérations de gestion active de l'or, était bien le signe que des opérateurs par nature peu sensibles aux contes de fées, y croyaient encore. Et de fait, il existait un élément objectif pour garder confiance dans les potentialités de hausse, la demande, forte pour l'orfèvrerie, et aussi de la part de certaines banques centrales, asiatiques pour la plupart qui, à l'inverse des «vieilles banques centrales » accroissaient manifestement leur stock.

Mais ces éléments objectifs en faveur d'une reprise des cours, ne peuvent expliquer à eux seuls la flambée observée ces dernières années ; pas plus que le niveau de la rémunération des prêts d'or, devenu un temps relativement attractif en comparaison des taux d'intérêt des

grandes banques centrales ; ni même le fait qu'un placement à zéro% (pour un particulier) est moins délaissé lorsque les placements financiers ont une rémunération relativement basse.

On en revient à l'explication aussi simpliste que fondamentale, à savoir que dans le monde d'aujourd'hui, tout est possible y compris l'impossible et l'irrationnel. L'un des rôles de l'or, celui que l'on n'osait plus avancer tant il faisait rire, celui d'ultime réserve, si d'aventure un cataclysme survenait, est bel et bien redevenu fondamental, face aux menaces terroristes, aux yoyo des bourses, à l'explosion du prix d'un pétrole que l'on croyait durablement dans de basses eaux., aux mécomptes d'épargnants ou de retraités confrontés aux malversations (le terme est faible) d'institutions réputées mais devenues obsédées par leur cours de bourse, ou tout simplement face au stress causé par une morosité ambiante déboussolante, alimentée par les prophéties ou annonces de multiples menaces pour l'espèce humaine : tsunami, épidémies, prolifération nucléaire, réchauffement, etc.

Les banques centrales européennes continuent d'en vendre un peu. Même la Banque de France s'y est mise (ce n'est bien entendu pas le produit de la vente qui va à l'Etat comme l'avait cru un ministre que l'on ne pensait pas si naïf, mais le produit des intérêts gagnés sur les placements alternatifs). Mais, prudentes, les banques centrales encadrent ces opérations au travers d'accords passés au sein du groupe des Dix et du Système Européen des Banques Centrales (SEBC). Ces ventes n'ont d'ailleurs guère freiné la hausse des cours.

Au vu du comportement de l'euro, en hausse de 7,5% vis-à-vis du dollar depuis début mars (et de 3,5% depuis un pic de fin janvier), on se demande si notre monnaie ne joue pas, modestement, ce rôle de refuge en ce moment. Dans le bulletin de la BCE, le commentateur, chaussant ses lunettes roses, attribue cette remontée aux bonnes perspectives économiques dans la zone euro. Nous pensons, pour notre part, que dans les circonstances troublées d'aujourd'hui et compte tenu des facteurs perturbants que nous avons énumérés plus haut, les Etats-Unis et le dollar ne sont plus considérés comme des refuges indiscutables et ce pour de multiples raisons : désinvolture de la politique économique (le déficit extérieur a atteint 7% du PIB en fin 2005), croissance de plus en plus fragile car fondée presque exclusivement sur l'endettement, administration peu performante (cf. la crise de la Nouvelle-Orléans), pieds de nez de l'Iran, pataugeage au Proche Orient et, peut-être la plus importante, dépendance en pétrole qui ne cesse de s'accroître et dépasse celle de la zone euro qui pourtant n'en produit pas.

Ce ne sont peut être que mouvements d'humeur passagers. Les prochaines statistiques d'investissements directs nous diront si la vision optimiste des éditorialistes de la BCE est fondée.