

L'or, bref résumé

Par : Christian Hocquard

Géologue économiste des matières premières minérales au BRGM / Service des Ressources Minérales

Le prix de l'or n'a cessé de monter durant la dernière décennie. Durant les 7 premières années, la hausse du prix de l'or était surtout liée aux fondamentaux de l'offre-demande, tandis que depuis 3 ans, elle reflète davantage son rôle de monnaie refuge, d'abord comme avertisseur de crise, puis comme bouée de secours durant la crise. Son prix a augmenté de 28 % tant en 2009 qu'en 2010 pour atteindre son plus haut historique à 1920 US\$/once début septembre 2011.

Pourtant, dès mi-septembre 2011, le prix de l'or a baissé de 12 %. **L'or ne semble plus répondre à l'aversion au risque des investisseurs.** Trois raisons peuvent expliquer ce comportement inattendu :

- Tout d'abord une hausse significative du dollar. Le cours de l'or étant libellé en dollars, un dollar fort signifie qu'il est plus cher hors des Etats-Unis. De ce fait, mécaniquement, son prix diminue.
- Ensuite, en relation avec une perspective d'un ralentissement de la croissance économique faible (voire une nouvelle récession). Les cours des principaux métaux industriels ont fortement baissé (près de 30 % pour le cuivre). Or ces métaux sont incorporés dans les « paniers » constituant les trois principaux index financiers suivis par la gestion indicielle des grands fonds d'investissement. Il y a donc, malgré une perspective pourtant divergente, un effet mécanique d'entraînement à la baisse du prix de l'or.

- Enfin, l'or été largement vendu par les gestionnaires de fonds d'investissement pour rééquilibrer les fortes baisses de leurs portefeuilles d'action. De plus, le fait que la hausse d'avant aout ait été excessive par rapport à la tendance donnée par la courbe de moyenne mobile à 120 jours, a pu conduire à accélérer les prises de bénéfice via un « sell-off » des traders qui liquident leurs positions futures « longues ».

Les faibles taux d'intérêt, la faible confiance dans les monnaies américaines et européennes et les inquiétudes sur

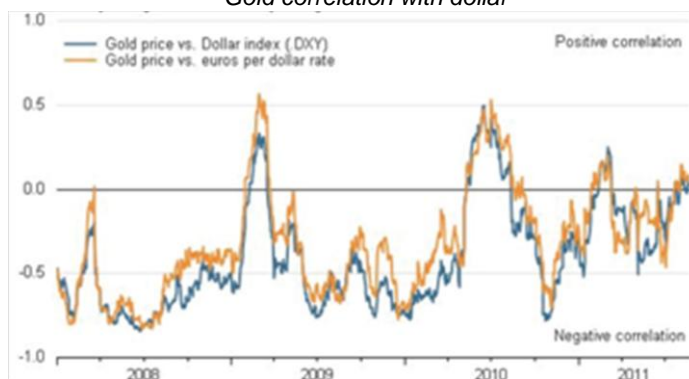
les dettes souveraines devraient conduire à un retour de la demande d'or par les investisseurs à relativement court terme.

L'or est-il un métal comme les autres ?

Non, l'or n'est pas un métal comme les autres.

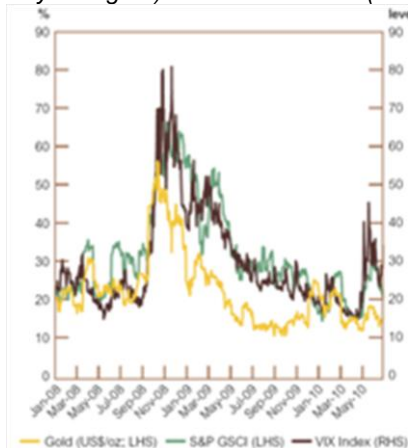
Par son comportement économique d'abord. C'est une valeur refuge. Son prix, sensible aux crises de toute nature, augmente lorsque toutes les autres baissent. Sa valeur est indexée, selon les périodes, avec le cours du pétrole, avec l'inflation, avec le taux de

Gold correlation with dollar

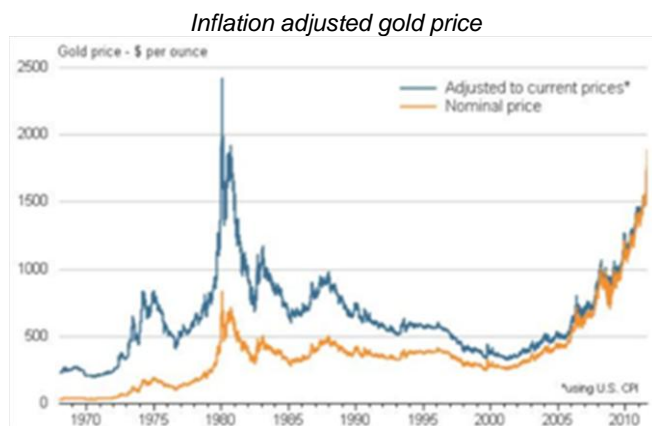


Sources : Thomson Reuters Datastream
Reuters graphic / Scott Barber 8/25/2011

Gold & S&P GS Commodity Index annualized price volatility (22-day rolling, %) and the VIX Index (level)



Source : Bloomberg, WGC



Sources : Thomson Reuters Datastream
Reuters graphic / Scott Barber 8/25/2011

change du dollar ou encore avec l'index VIX⁽¹⁾ (Figure) encore appelé l'indice de la peur (« fear factor »). Le prix de l'or n'a cessé d'augmenter en moyenne de 16,8 % par an depuis son point bas à 255 \$/oz il y a 11 ans.

Par son rôle financier ensuite. Depuis 2004, un nouveau produit financier est apparu sur le marché. Il s'agit de certificats gagés sur un sous-jacent d'or physique appelé ETF (Exchange Trading Funds). La demande pour investissement est ainsi passée de 4 % du total de la demande en 2000 à presque 40 % en 2010 (près de 1 500 t). Le succès de ces ETF est tel qu'il représente aujourd'hui un stockage d'or important, équivalent à 2 500 t/an de production minière. C'est l'une des causes principales du prix actuel très élevé de l'or. Il a en effet dépassé 1 900 \$ l'once (une hausse de 35 % depuis le début de l'année). Un chiffre proche, en valeur inflatée (Figure à gauche), du plus haut historique de 835 \$/once de 1980.

Par son rôle de quasi-monnaie enfin. Avec la faiblesse du dollar, les grandes banques centrales, soucieuses de diversifier leurs réserves ne vendent plus

leur or comme elles l'ont fait dans les années 80.

Ces ventes avaient effectivement fait baisser et maintenu pendant plusieurs années le cours de l'or à moins de 300 \$ l'once. Au point qu'un accord de limitation de leurs ventes d'or a dû être signé entre les grandes banques centrales occidentales pour éviter la chute de son cours.

Quelles sont les autres usages de l'or ?

Le principal usage de l'or reste la bijouterie (environ 2 000 t en 2010, soit 50 % de la demande globale estimée à 4 000 t d'or), lié à son statut de métal précieux. L'Inde est de loin le premier pays consommateur d'or avec une demande estimée à environ 1 000 t par an, ce qui lui nécessite d'importer de 800 à 950 t/an. Cette demande est liée étroitement au nombre de mariages (festival Diwali de fin octobre), lesquels sont plus nombreux quand les récoltes

sont bonnes, lesquelles dépendent à leur tour d'une bonne mousson. On voit là une indexation de la demande d'or avec les variations climatiques. À ce niveau, les bijoux suppléent à l'absence de sécurité sociale et l'or constitue ainsi une assurance de dernier recours en cas de difficultés pour la population rurale. On notera que le stock d'or thésaurisé est estimé à 168 000 t soit 40 ans de consommation actuelle.

L'or est également un métal industriel de plus en plus important (proche de 500 t/an en 2010), dans l'électronique en particulier, sans oublier la dentisterie.

Mais ce ne seront pas les médailles d'or aux JO de 2012 qui augmenteront beaucoup la demande. Celles-ci sont en fait en argent (92,5 %) plaqué or (1,34 %) avec un peu de cuivre. Soit 6 grammes d'or par médaille, représentant une valeur de 366 \$ au cours actuel.

Qu'en est-il de la Chine aujourd'hui ?

La Chine est le principal moteur économique mondial actuel. En seulement 10 ans, depuis son émergence au début des années 2000, une importante classe moyenne consommatrice, équivalente à la population européenne, s'est développée. Jusqu'ici, la bijouterie en platine était, comme au Japon, particulièrement prisée. Mais l'or connaît maintenant une demande nouvelle et importante tant en bijouterie qu'en lingotins.



Par ailleurs, la Chine dispose de réserves monétaires considérables (3 000 milliards de dollars) qui sont essentiellement libellées en dollars. Son souci de diversification pourrait la conduire à augmenter significativement ses réserves en or, lesquelles ne dépassent pas actuellement 1 050 t d'or soit 1,7 % du total de ses réserves (les banques Centrales détiennent au total un stock d'environ 30 000 t d'or, dont 3 400 t pour l'Allemagne pour donner un ordre de comparaison). Une décision par exemple d'augmenter cette allocation sur l'or aurait un impact significatif sur la demande et sur les cours.

Comment les prix élevés vont-ils influencer l'offre de ce métal précieux ?

On doit distinguer l'offre primaire (2 500 t par an) d'origine minière d'une part et l'offre secondaire (1 500 t par an) liée au recyclage, d'autre part.

Concernant le recyclage, la durée de vie de plus en plus brève des produits informatiques (renouvellement des téléphones portables, des ordinateurs, etc.) a conduit à un important recyclage des déchets électroniques et électriques en fin de vie. Les circuits imprimés ont en effet des teneurs en or très élevées, pouvant dépasser 100 grammes par tonne (alors que de nombreuses grandes mines exploitent des minerais primaires avec des teneurs ne dépassant pas 1 gramme par tonne). On voit là l'importance du gisement secondaire. De plus, le cours de l'or très élevé actuellement diminue toutefois la demande en bijouterie. On assiste même dans les pays développés à des reventes de bijoux comme scraps et refondus (Figure) en relation avec la floraison de nouvelles échoppes indiquant « we buy



gold ». Aux Etats Unis, la collecte de 2010 a drainé 143 tonnes, l'équivalent de dix millions d'alliances.

Concernant l'offre minière, celle-ci a considérablement évolué avec la mécanisation et la cyanuration en tas qui a permis au début des années 80, l'exploitation des grands gisements épithermaux de type fort tonnages-basse teneur de type Yanacocha au Pérou, deuxième mine d'or mondiale (l'équivalent des porphyres cuprifères pour le cuivre). La production des mines sud-africaines, très profondes, et avec des coûts de production élevée, n'a cessé de décliner passant de 1 000 t dans les années 70 t, soit près de 70 % de la production minière mondiale de l'époque, à moins de 200 t actuellement. Mais il reste toutefois de très importantes ressources profondes, estimées à 6 000 t d'or. L'Afrique du Sud avec une production de 192 t en 2010 est ainsi passée du premier au quatrième rang mondial, au profit de la Chine (341 t en 2010), déjà passée au premier rang depuis 2007.

Les cours actuels très élevés ont évidemment un impact direct sur la production offre minière. En effet, les majors minières aurifères (Barrick, Newmont, AngloGold..) réalisent d'importants bénéfices qui leur permettent d'investir dans de nouveaux projets nécessitant

des investissements aujourd'hui considérables dépassant le milliard de dollars pour un projet de taille mondiale. Pour maintenir son leadership, le n°1 mondial Barrick doit (avec une production en 2010 de 241 t, soit 7,75 Moz), pour maintenir à un niveau constant leurs réserves exploitables, découvrir (ou acquérir) chaque année de l'ordre de 8 millions de nouvelles onces d'or. De plus, le prix élevé de l'or permet d'exploiter aujourd'hui des teneurs encore plus basses, inférieures, à 1 gramme par tonne, ce qui a pour effet mécanique l'augmentation du tonnage des réserves exploitables et aussi de la quantité de déchets miniers générés. Une alliance de 1,5 à 2 g d'or signifie traiter autant de tonnes d'or de minerai, sans compter le décapage de roche stérile pour accéder au minerai.

Les prix élevés de l'or permettent maintenant d'envisager l'exploitation des gisements de type porphyre cuprifère à teneur encore plus basses en cuivre (0,4-0,6 % Cu), où l'or devient un co-produit du cuivre (la plus importante mine d'or mondiale est d'ailleurs la mine de cuivre de Grasberg en Indonésie, exploitée par Freeport). On devrait ainsi assister dans le futur à une production d'or de plus en plus associée à celle du cuivre, du fait même de la rareté (mais aussi de l'épuisement) des ressources à faible coût d'extraction.



L'exploration minière bénéficie également de l'augmentation récente du cours de l'or. Les dépenses d'exploration mondiale pour l'or représentent en moyenne 50 % des dépenses globales d'exploration des minerais des métaux non-ferreux. Ce pourcentage devrait augmenter fortement cette année avec le nouveau boom sur l'or des juniors d'exploration. Les anciennes régions minières, en particulier autour des anciennes mines considérées comme épuisées devraient connaître un renouveau d'activité exploratoire.

Enfin, on devrait également assister à une forte recrudescence de l'orpaillage artisanal dans toutes les zones aurifères connues, tout particulièrement en Afrique. Celui-ci devrait se traduire également à une demande accrue en mercure pour l'amalgame ce qui, pour l'environnement, n'est pas une bonne nouvelle alors que l'union européenne vient d'en interdire définitivement l'usage et l'exportation.

Cette hausse de l'or va-t-elle se poursuivre ?

L'or reste plus que jamais un métal monétaire et de protection contre les risques déjà indiqués. Certains analystes

envisagent un prix de 2 500 \$/once à fin 2012, mais d'ici-là, des prises de bénéfices pourraient ramener le cours de l'or à des niveaux temporairement plus bas de 1 700 \$/once. Ce qui est sûr, c'est que les turbulences économiques et géopolitiques vont se traduire à court terme par davantage de volatilité des cours de l'or.

Une chute de la demande pour la bijouterie ?

C'est le 1^{er} secteur de demande, avec les achats traditionnels de l'Inde en octobre, mais qui aurait été anticipés. Cette demande pour bijouterie a été soutenue durant la première moitié de 2011, en hausse de 7,5 % à 1,037 t,

mais avec de fortes disparités. L'essentiel de la hausse venant de l'Inde (52 t), et de la Chine (40 t), tandis que la demande a baissé de 4 % dans le reste du monde. Pour l'année, la demande pour bijouterie devrait être en hausse de 1 % à 2,032 t (sur 2010). Toutefois, à la dernière réunion mondiale des industriels de bijouterie, il a été précisé que les prix élevés favorisent la substitution croissante de l'or par l'argent, le bronze, l'ivoire, les plastiques et même le titane. Et aussi bien sur de l'or de moindre caratage.

⁽¹⁾L'index VIX mesure la volatilité des options de l'indice des valeurs cotées du S&P. Il a dépassé 40, ce qui n'est arrivé que cinq fois en 30 ans

Demande en or en 2009-2010

<i>Tonnes</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Jewellery	1,813,6	2016,7
Technology	409.8	466.4
Electronics	274.9	326.8
Other Industrial	82.2	90.9
Dentistry	52.7	48.7
Investment	1.394.8	1,487.4
Total bar and coin demand	777.7	1,149.4
Physical Bar demand	490.0	853.9
Official Coin	228.8	207.1
Medals/Imitation Coin	58.9	88.3
ETFs & similar products	617.1	338.0
Gold demand	3,618.1	3,970.5
London pm fix, \$/oz	972.3	1,224.5