

## POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

# Pourquoi le prix de l'or ne cesse de battre des records?

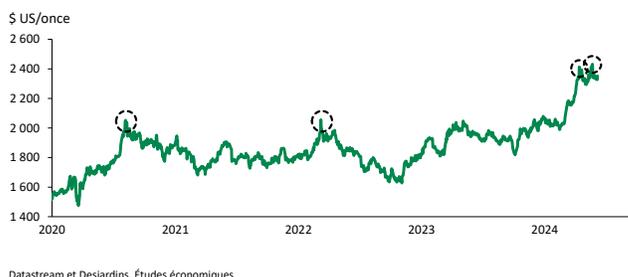
Par Marc-Antoine Dumont, économiste senior

- ▶ Dans ce *Point de vue économique*, on explore les raisons et l'absence de celles-ci derrière la récente poussée des prix de l'or.
- ▶ L'incertitude ne peut tout expliquer tandis que les risques de récession et de corrections boursières sont plus faibles. Les inquiétudes quant aux tensions géopolitiques demeurent toutefois présentes, mais le soutien au prix de l'or est moindre.
- ▶ La part qu'occupent les banques centrales dans la demande d'or s'est grandement accrue dans les dernières années, de 14 % à 23 %. Bien que l'utilisation du dollar en tant qu'arme économique ait contribué à cet accroissement du prix de l'or, cela n'a fait que renforcer une tendance déjà bien ancrée depuis la crise financière de 2008.
- ▶ Les indicateurs économiques et financiers habituels comme l'inflation, le dollar américain, les indices boursiers et le taux obligataire 10 ans indexé sur l'inflation n'offrent guère plus d'explications. On constate d'ailleurs un bris de la relation entre ce dernier et le prix de l'or.
- ▶ Nous sommes d'avis que le retour à la cible de l'inflation et la baisse des taux d'intérêt, principalement en 2025, éroderont graduellement le prix du métal jaune. Cela situe donc nos prévisions de fin d'année à 2 100 \$ US l'once en 2024 et à 1 900 \$ US l'once en 2025.

## Les récentes variations du prix de l'or

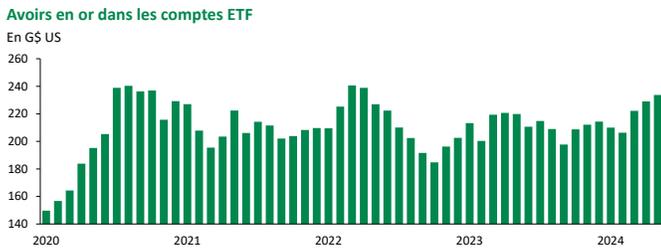
L'or a battu plusieurs records de prix dans les dernières années, soit en 2020, en 2022 et en 2024 (graphique 1). Chaque fois, cela était le résultat de circonstances exceptionnelles, telles que le début de la pandémie, l'éclatement de la guerre en Ukraine, le récent conflit au Moyen-Orient et la persistance de l'inflation, qui ont poussé les investisseurs vers la valeur refuge. Ainsi, le prix du métal jaune cumule un gain de plus de 50 % depuis le début de 2020, faisant de lui l'un des actifs les plus performants du marché. Toutefois, la popularité de l'or au sein des investisseurs privés a connu des hauts et des bas au fil du temps, comme le montrent les avoirs en or dans les fonds négociés en Bourse (ETF). Alors qu'ils ont initialement connu une forte croissance en 2020, ceux-ci sont redescendus (graphique 2 à la page 2). La situation au Moyen-Orient, qui avait débuté en octobre avec l'attaque du Hamas, ne semble donc pas avoir influencé les décisions des investisseurs privés à l'échelle mondiale dans les premiers mois du conflit. Une forte croissance a toutefois été observée à partir de mars 2024, mais elle reflète principalement l'effet de la hausse du prix de l'or. En tonne, les avoirs en or dans les comptes ETF ont reculé de 0,8 % depuis mars.

**Graphique 1**  
Le prix de l'or ne cesse de battre de nouveaux records



Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2**  
L'appétit des investisseurs a augmenté pour l'or



Gold Hub et Desjardins, Études économiques

**L'incertitude ne peut tout expliquer**

D'abord, il est difficile de définir l'incertitude et encore plus de la mesurer. Certains indicateurs existent, comme l'indice VIX, pour mesurer la volatilité des marchés financiers, et l'indice d'incertitude mondiale, qui combine la géopolitique et l'économie, mais ceux-ci demeurent imparfaits (graphique 3). Plusieurs aspects du niveau d'incertitude sont intangibles et dépendent de notre perception individuelle. Cela dit, on parle généralement d'un environnement incertain lors de guerres, de récessions et de périodes inflationnistes. En d'autres mots, lorsque le futur semble plus imprévisible qu'à l'habitude. On constate que l'on se trouve encore dans un tel climat. Certes, le risque de récession et de correction boursière a diminué, mais les inquiétudes persistent quant au retour à la cible de l'inflation et aux tensions géopolitiques. Ainsi, le prix de l'or continue de profiter de l'incertitude, mais cela n'explique pas complètement les impressionnants gains observés.

**Graphique 3**  
L'indice VIX et l'indice d'incertitude mondiale affichent une baisse depuis la mi-2023



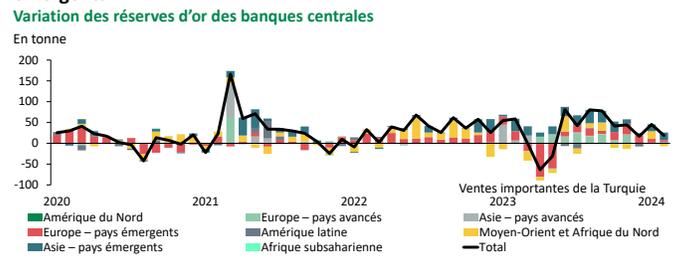
Datastream, et Desjardins, Études économiques

**L'appétit des banques centrales**

Une partie de la réponse semble résider du côté de la demande d'or des banques centrales. Depuis la mi-2022, celles-ci accumulent des réserves d'or à un rythme plus élevé (graphique 4). Il est à noter que la Turquie a vendu pour 100 tonnes d'or en avril et en mai 2023, ce qui a provoqué des baisses exceptionnelles durant ces mois. On remarque que

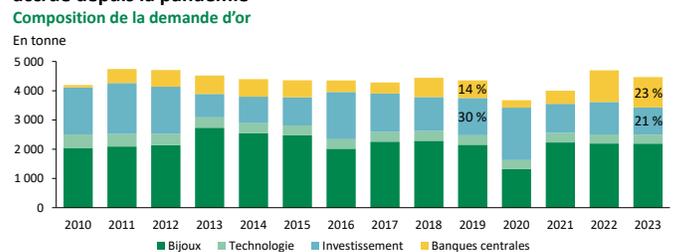
l'Europe et l'Asie émergentes représentent la majorité des gains des derniers mois. La part des achats des banques centrales dans la demande mondiale est ainsi passée de 14 % en 2019 à 23 % en 2023 (graphique 5). De plus, la croissance plus modérée de la demande totale durant cette même période s'est traduite par une contraction de 30 % à 21 % de la part qu'occupe l'investissement.

**Graphique 4**  
L'achat d'or par les banques centrales se concentre dans les pays émergents



Gold Hub et Desjardins, Études économiques

**Graphique 5**  
La part des banques centrales dans la demande d'or s'est grandement accrue depuis la pandémie



Gold Hub et Desjardins, Études économiques

Cette demande plus soutenue de la part des banques centrales n'est toutefois pas si simple à décortiquer. Il est clair que le contexte géopolitique et inflationniste actuel incite plusieurs à maintenir des réserves de précaution. L'utilisation du dollar américain comme arme économique lors de la mise en place de sanctions, comme celles employées contre la Russie, a aussi contribué à ce que certains pays revoient l'allocation de leurs réserves, notamment ceux qui craignent ou anticipent de se trouver sous ces sanctions. Cela dit, ces éléments ne font que bonifier une tendance ascendante déjà bien ancrée. Depuis la crise financière de 2008, les banques centrales sont redevenues des acheteurs nets d'or afin de diversifier leurs réserves et d'équilibrer le profil de risque de leur bilan. Le métal jaune demeure un actif liquide très sécuritaire à détenir. Il semble toutefois encore manquer des éléments à l'explication des récentes hausses du prix de l'or.

**Pas de réponse claire du côté des relations historiques**

Les mouvements du prix de l'or sont souvent interprétés comme le résultat de variations d'autres indicateurs économiques et financiers. On pense notamment au dollar américain, aux indices boursiers, à l'inflation et, surtout, aux taux obligataires indexés sur l'inflation. Toutefois, certaines de ces relations, qui sont établies depuis plusieurs décennies, semblent avoir changé ou s'être brisées.

**Inflation**

L'un des rôles plus classiques de l'or est de servir de protection contre l'inflation. Lorsque la croissance des prix s'enflamme, les investisseurs peuvent acheter de l'or afin de protéger le rendement de leur portefeuille. Ainsi, le retour de l'inflation à la cible plus lent qu'espéré aux États-Unis a certainement soutenu le prix de l'or. Ailleurs dans le monde, l'inflation a toutefois poursuivi sa décélération, notamment au Canada et en zone euro, ce qui aurait dû avoir l'effet inverse. Mais la bataille n'est pas gagnée et plusieurs investisseurs semblent encore douter de la capacité des banques centrales à stabiliser l'inflation à la cible au cours des prochaines années.

**Taux obligataire américain 10 ans indexé sur l'inflation**

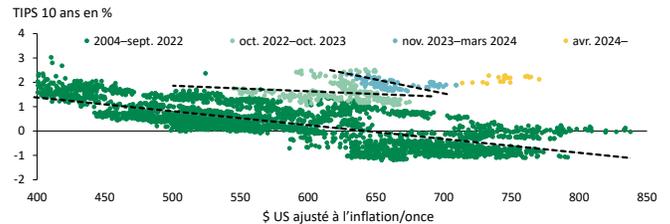
Celui-ci représente la combinaison, bien qu'imparfaite, de l'ensemble des indicateurs énoncés dans cette section ainsi que de la conjoncture économique élargie (PIB réel, emploi, finances publiques, etc.). On peut aussi le voir comme le coût d'opportunité de détenir de l'or. Détenir de l'or ne rapporte pas d'intérêts. Il est donc pertinent de s'y attarder plus en détail. Historiquement, une hausse du taux obligataire américain 10 ans indexé sur l'inflation (TIPS 10 ans) entraînait une baisse du prix de l'or. Dans ce contexte, la hausse de ce taux, attribuable au resserrement monétaire ainsi qu'à la détérioration du contexte économique en 2022, aurait dû provoquer une baisse du prix du métal jaune (graphique 6). Toutefois, plutôt que de se déplacer le long de la courbe de la tendance historique, la relation a glissé vers le haut. Cela revient à dire que le prix de l'or a poursuivi sa croissance et que la relation ancrée depuis plusieurs décennies a changé. La récente hausse du prix de l'or et du TIPS 10 ans pointe maintenant vers un bris de cette relation. Le temps nous dira si cela n'est que passager. Même lorsqu'on ajuste le prix de l'or à

l'inflation, on observe un constat similaire (graphique 7), soit un inversement de la relation depuis avril.

**Graphique 7**

**Même lorsqu'on ajuste le prix de l'or à l'inflation, on observe un changement de la relation avec les TIPS 10 ans\***

Relation entre le taux obligataire 10 ans américain ajusté à l'inflation et le prix de l'or ajusté à l'inflation



TIPS 10 ans : taux obligataire 10 ans américain ajusté à l'inflation  
Datastream et Desjardins, Études économiques

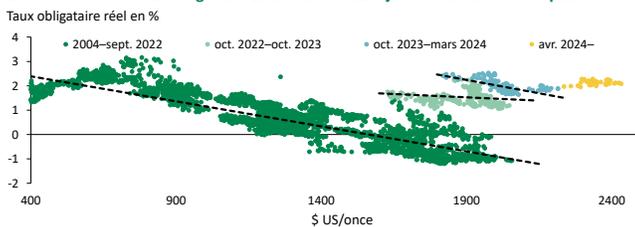
**Dollar américain**

Le prix de l'or varie généralement de manière inverse à la valeur du dollar américain. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, si le dollar américain prend de la valeur, notamment contre les matières premières, il est probable qu'il en prenne aussi contre l'or. Dans d'autres situations, toutefois, c'est la valeur de l'or qui va augmenter. Tant l'or que le dollar américain peuvent jouer un rôle de valeur refuge, soit celui d'un actif financier dont la valeur est jugée très sécuritaire même lors de périodes de crise économique, financière ou géopolitique. Bien que les deux puissent prendre de la valeur en période de crise, les gains sont habituellement d'un ordre de grandeur différent. En fait, comme nous l'avons vu, les variations du prix de l'or et du dollar américain sont aussi le reflet des fluctuations des taux d'intérêt, de l'inflation et de l'économie de manière générale. Ainsi, les mouvements de ces variables en période de crise peuvent profiter davantage à l'or, comme la crise inflationniste actuelle, alors que, durant d'autres crises, comme celle des dettes souveraines européenne en 2012, c'est plutôt le dollar qui en a le plus bénéficié. Néanmoins, l'impressionnant bond du prix de l'or alors que le billet vert évolue aussi à un niveau élevé demeure étonnant (graphique 8).

**Graphique 6**

**La relation entre les taux obligataires et le prix de l'or demeure inverse, mais elle s'était aplatie l'an dernier**

Relation entre le taux obligataire 10 ans américain ajusté à l'inflation et le prix de l'or

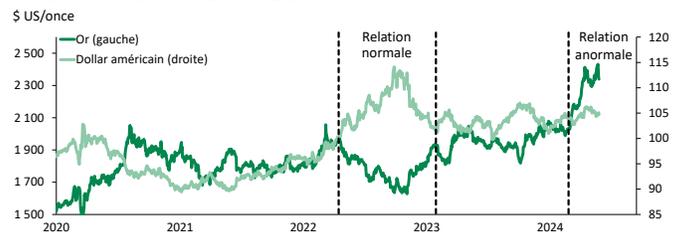


Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8**

**Bien que le dollar américain se soit apprécié, le prix de l'or a connu une montée fulgurante**

Coefficient de corrélation mobile – 1 an



Datastream et Desjardins, Études économiques

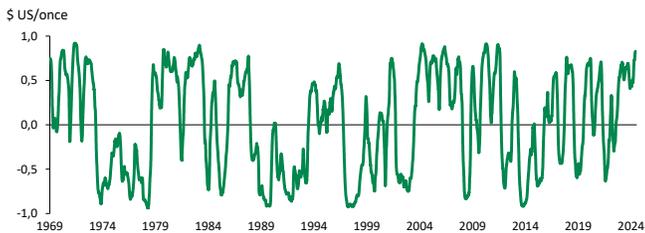
### Indices boursiers

La relation du prix de l'or avec les indices boursiers est plus particulière. En période de crise, la mauvaise performance des marchés pousse généralement le prix du métal jaune à la hausse. Hors crise, les gains des marchés semblent aussi provoquer une croissance du prix. Ainsi, le prix augmenterait toujours, ce qui n'est pas logique. En fait, la Bourse n'est pas réellement la variable explicative ici. Il s'agirait plutôt du niveau d'incertitude, des taux d'intérêt et de l'inflation. Les variations des indices boursiers, comme le S&P 500, sont le reflet des changements au sein de ces derniers. Cela est mis en évidence par une analyse, quelque peu naïve, du coefficient de corrélation entre l'or et le S&P 500, qui est très instable à travers le temps (graphique 9).

### Graphique 9

La relation entre l'or et le S&P 500 est très instable à travers le temps

Coefficient de corrélation mobile – 1 an



Datastream et Desjardins, Études économiques

### L'absence de réponse est une réponse

Même lorsque l'on regroupe l'ensemble des éléments discutés précédemment ainsi que la spéculation des marchés afin de comprendre les récentes variations du prix de l'or, on constate que les gains de ce dernier demeurent difficiles à expliquer. Cela est à l'image de l'anormalité du contexte économique, financier et, de manière plus générale, géopolitique mondial. La pandémie, la plus forte inflation en 50 ans, la fragmentation de la mondialisation, la hausse des taux d'intérêt, la première guerre en 30 ans sur le continent européen et la crise de l'énergie, pour ne nommer que ces facteurs, ont toutes contribué à l'accroissement du prix de l'or. Les variations de ce dernier ne sont donc pas expliquées par les facteurs fondamentaux habituels et il n'y a pas de réponse complète permettant d'expliquer pourquoi le prix s'est autant enflammé.

### Que nous réservent le reste de 2024 et 2025?

Le niveau actuel de 2 300 \$ US l'once suggère que le prix de l'or est présentement surévalué, ce qui accroît le risque d'une légère correction à court terme. Cela ne veut toutefois pas dire qu'il retournera à son niveau pré-pandémique d'environ 1 500 \$ US l'once. Si l'on regarde uniquement la relation avec le TIPS 10 ans afin de prévoir le prix moyen de l'or en 2024, ce dernier devrait avoisiner 2 400 \$ US l'once selon la relation inversée depuis avril (tableau 1). Dans le cas de la relation historique, le prix serait de 850 \$ US à 1 070 \$ US l'once.

Tableau 1

L'évolution de la relation entre le prix de l'or et les taux obligataires ajustés à l'inflation laisse présager un prix plus élevé du métal jaune

COURBE DE TENDANCE	PRÉVISION DU PRIX NOMINAL DE L'OR EN 2024 (\$ US/ONCE)	
	RELATION ENTRE LE PRIX NOMINAL DE L'OR ET LES TIPS 10 ANS	RELATION ENTRE LE PRIX RÉEL DE L'OR ET LES TIPS 10 ANS
Tendance historique	850	1 070
Tendance oct.2022–oct. 2023	435	1 240
Tendance nov.2023–mars 2024	1 940	2 015
Tendance avr. 2024–	2 400	2 375
<b>Desjardins</b>	<b>2 190</b>	<b>2 190</b>

TIPS 10 ans : taux obligataire 10 ans américain ajusté à l'inflation  
Datastream and Desjardins, Études économiques

Pour notre part, nous sommes d'avis que le retour à la cible de l'inflation et la baisse des taux d'intérêt, principalement en 2025, éroderont graduellement le prix du métal jaune. De plus, le récent essor de l'investissement dans le secteur minier, notamment dans l'exploration, se traduira par une croissance plus prononcée de l'offre dans les prochaines années qui minera aussi le prix. Cela dit, certaines constantes demeurent. Les achats des banques centrales, particulièrement dans les pays émergents, ainsi que l'incertitude géopolitique continueront de soutenir le prix. Nos prévisions de fin d'année se situent donc ainsi à 2 100 \$ US l'once en 2024 et à 1 900 \$ US l'once en 2025.