



## L'or protège-t-il contre l'inflation ?

*En août 2020, le prix de l'or a atteint un nouveau sommet en dépassant ponctuellement les 2.000 dollars l'once (ce qui équivaut à 64.300 dollars le kilo). L'investissement est tentant. Les vertus présumées de l'or sont multiples. Mais les risques avérés le sont tout autant.*

**Jean-François Carpentier<sup>1</sup>**

L'or est étroitement mêlé à l'histoire des hommes, étant tour à tour chair des dieux, catalyseur du commerce, vecteur de migration et ancre monétaire. Aujourd'hui, alors qu'il ne joue plus de rôle officiel dans nos systèmes monétaires, l'or continue de susciter l'intérêt des investisseurs. Certains y voient un refuge lorsque le climat économique-financier se dégrade, d'autres une couverture contre les fluctuations du dollar américain, et d'autres un moyen de se protéger de l'inflation. Dans ce numéro de *Regards économiques*, nous testons la validité de cette dernière vertu, la propriété de protéger contre l'inflation, et procédons par une comparaison avec les autres matières premières que sont, par exemple, le pétrole, le cuivre ou le blé. En nous appuyant sur différentes techniques statistiques, nous montrons que l'or ne fait pas mieux que les autres matières premières.

Nous commençons par rappeler la place particulière de l'or dans notre histoire collective, puis décrivons les vertus financières de l'or en tant qu'investissement, avant de procéder à l'analyse comparative de l'or et des autres matières premières, et enfin d'en tirer les conclusions.

### 1. Plus qu'un investissement

Même s'il y a une part de rationalité dans la décision d'intégrer de l'or dans son portefeuille financier, il y a sans conteste une part irrationnelle qui découle du rôle central de l'or dans l'histoire de l'humanité. Si cela fait plus de 6.500 ans que l'homme produit des bijoux et des couronnes en or, ce sont vraisemblablement les Égyptiens qui, les premiers, lui ont donné une valeur mystique. D'après les textes égyptiens anciens, l'or matérialisait le feu du soleil sur terre; la chair des Dieux était faite d'or; en recouvrant d'or les statues des dieux, on leur donnait littéralement vie. La Bible elle-même mentionne l'or plus de 400 fois; et Dieu, au Sināi, ordonne à Moïse que l'arche d'alliance soit couverte d'or pur. En parallèle de ses fonctions religieuses, l'or a joué un rôle significatif dans l'essor de certains

<sup>1</sup> L'auteur remercie Vincent Bodart, Muriel Dejemeppe et Frédéric Vrins pour leurs remarques et suggestions.



... Plus qu'un investissement

peuples ou de certaines civilisations (les mines de Nubie pour l'Égypte; les mines d'Espagne pour Rome; l'Eldorado américain pour l'Espagne de Charles-Quint et de Philippe II; le gisement du Witwatersrand, le plus grand du monde, pour l'Afrique du Sud; les ruées vers l'or qui ont largement œuvré au peuplement de la Californie et de l'Australie). Enfin, l'or a été étroitement associé à l'invention de l'idée même de la monnaie, vraisemblablement en Lydie au 7<sup>ème</sup> siècle avant notre ère. Pendant plus de 27 siècles, l'or a joué un rôle prépondérant dans le système monétaire en apportant stabilité et confiance. Cet ancrage de l'or au cœur même du système monétaire a persisté dans toute sa force jusque 1971, date à laquelle les monnaies ont définitivement cessé d'être liées à l'or. L'or est devenu une «reliquie barbare», selon l'expression utilisée par John Maynard Keynes dès 1924.

Ce rôle de l'or dans notre histoire a inscrit dans nos esprits, et dans ceux de certains investisseurs, une image qui peut ne pas parfaitement correspondre à la réalité. On attribue aujourd'hui à l'investissement en or beaucoup de vertus, trop sans doute. Passons en revue ces présumées vertus en prenant pour point de comparaison les autres matières premières, au risque de faire tomber l'or de son piédestal.

## 2. Vertus financières de l'or

L'or protégerait contre les fluctuations du dollar. Il a en effet été montré par de nombreux travaux (notamment Capie *et al.*, 2005) que lorsque le dollar se déprécie - perd de sa valeur, l'or, en moyenne, voit sa valeur augmenter. Il est toutefois également établi que c'est le cas pour la plupart des matières premières. Cette première vertu n'en est donc pas vraiment une, mais n'est plutôt que cette évidence selon laquelle le prix d'un bien augmente lorsque l'unité monétaire dans laquelle on l'exprime (le dollar, principalement, pour le marché international des matières premières) perd de sa valeur. Des études (notamment Pukthuantong et Roll, 2011) ont d'ailleurs montré que la protection offerte par les fluctuations de l'or n'était pas propre au dollar mais s'appliquait de même à de multiples devises : lorsqu'une devise se déprécie pour des motifs intrinsèques, la valeur de l'or exprimée dans cette devise, mécaniquement, augmente.

Une deuxième propriété financière de l'or serait la faible corrélation de sa valeur avec celle d'autres actifs financiers. L'objectif d'investir dans un portefeuille de valeurs plutôt que dans un titre est précisément de diversifier ses risques. On ne met pas tous ses œufs dans le même panier. C'est précisément ce qu'on attend d'un actif comme l'or : ne pas perdre de valeur quand les autres marchés financiers s'effondrent, voire même prendre de la valeur et compenser les pertes sur les autres segments des marchés financiers. La littérature empirique (Baur et Lucey, 2010, par exemple) semble globalement confirmer cette propriété de l'or, la valeur de l'or étant relativement peu corrélée avec celle des autres produits financiers.

La capacité de l'or à protéger de l'inflation des prix est la troisième propriété supposée de l'or, celle sur laquelle nous avons concentré nos travaux. Une propriété qui plonge ses racines dans l'histoire des monnaies. La grande majorité des gouvernements (via leurs instituts d'émission monétaire) ont au cours de l'histoire fait tourner la planche à billet pour éponger leurs déficits, créant ainsi de l'inflation. Malgré les promesses et les garde-fous, tôt ou tard, la pression exercée sur les gardiens de la monnaie pour financer les déficits budgétaires de l'État en créant de la monnaie devient trop forte (même s'il y a des exceptions notoires). Or, l'or a cette particularité d'être perçue comme une monnaie historique forte, dont la création ne dépend de la décision d'aucune banque centrale ou gouvernement. L'or est un métal extrait des mines australiennes, chinoises, canadiennes, russes ou sud-africaines, pour citer les grands pays producteurs du moment, par

... Vertus financières de l'or

des entreprises commerciales «relativement» isolées de l'influence des gouvernements. Cette capacité de l'or à isoler de l'inflation est solidement ancrée dans les esprits. Le système étalon-or, encore en vigueur au début du siècle passé, établissait la valeur des monnaies à leur poids en or et a, de ce fait, assuré une relative stabilité du pouvoir d'achat des monnaies (voire même une augmentation de leur pouvoir d'achat, c'est-à-dire une déflation). Plus tard, en 1944, le système monétaire international a été réformé à Bretton Woods et les monnaies ont, une fois de plus, été fixées à l'or (via leur parité au dollar). L'or, par sa production limitée, assurait une croissance monétaire faible et donc limitait le risque d'inflation.

C'est cette capacité de l'or à protéger de l'inflation que nous avons voulu tester plus avant. L'originalité de notre approche est non pas d'évaluer la capacité propre de l'or à préserver le pouvoir d'achat mais plutôt sa performance relative par rapport à d'autres matières premières. Autrement dit, l'or protège-t-il mieux de l'inflation des prix que le maïs, le cacao ou le nickel ? Cela pourrait paraître incongru, tant l'or est vénéré dans l'imaginaire de certains investisseurs, et pourtant.

### 3. Protection contre l'inflation

Sur le plan théorique, la capacité d'un actif à protéger contre l'inflation peut être appréhendée selon plusieurs approches (Arnold et Auer, 2015). La plus simple est de comparer la hausse du prix de l'or avec celle des prix à la consommation (l'inflation) sur une période donnée. Si la hausse du prix de l'or est supérieure à l'inflation, l'or a (plus que) conservé son pouvoir d'achat. Selon cette approche, le prix de l'or a tellement augmenté ces dernières années qu'il a, par définition, conservé, et même accru le pouvoir d'achat qu'il confère. Certes. Mais pouvait-on en dire autant en 2000 alors que l'or avait perdu plus de 60 % de sa valeur nominale par rapport à 1980 ? Pouvait-on en dire autant en 2015 alors qu'il avait perdu 40 % de sa valeur par rapport à 2012 ? Cette manière d'appréhender la capacité d'un actif à protéger contre l'inflation a ses limites. La conclusion change radicalement selon la fenêtre temporelle prise en considération par l'analyse.

Une deuxième approche consiste à évaluer la corrélation du prix de l'or et de l'indice des prix à la consommation, à savoir la mesure dans laquelle l'indice et le prix de l'or croissent, ou décroissent, de concert. Cette corrélation peut être appréhendée par de nombreuses techniques selon les propriétés statistiques caractérisant les séries de prix.<sup>2</sup>

### 4. Or versus autres matières premières

Nous adoptons cette deuxième approche en examinant la corrélation du prix de l'or et de l'inflation. Techniquement, nous testons si le ratio du prix de l'or en dollar sur l'indice général des prix à la consommation américain est stable autour d'une constante. Si le prix de l'or suit l'inflation, ce ratio doit être stable dans le temps (ce que Erb et Harvey (2017) appellent la constante de l'or, *golden constant*). Le graphique 1 ci-dessous montre que ce ratio est loin d'être stable à court terme. Nous effectuons formellement ce test pour la période 1975-2019 sur l'or, mais également sur les autres séries de matières premières de notre échantillon de métaux (aluminium, cuivre, plomb, étain, nickel, zinc, argent, platine), de produits agricoles (blé, soja, maïs, café, sucre, coton) et de produits énergétiques (pétrole, gaz naturel, charbon).

---

<sup>2</sup> Une troisième approche repose sur l'évaluation de la capacité de l'or à neutraliser la volatilité - induite par les variations de l'inflation - du prix d'une obligation souveraine sans risque (pour plus de détails, voir Arnold et Auer, 2015).

**Graphique 1.** Prix «réel» de l'or, 1975-2019



**Note :** Le prix «réel» de l'or est le prix en dollar de l'once d'or divisé par l'indice des prix à la consommation américain, standardisé en base 2000=100. La droite horizontale est le prix «réel» moyen de l'or sur la période allant de janvier 1975 à février 2019.

Il en ressort que l'or est parmi les matières premières offrant le moins de stabilité du pouvoir d'achat. Les différentes techniques utilisées pour effectuer cette analyse sont unanimes. Ces résultats viennent compléter ceux de Kat et Oomen (2006) et de Spierdijk et Umar (2014) qui, en recourant à des méthodes alternatives sans focalisation sur l'or, ont trouvé que l'énergie, les métaux industriels étaient plus corrélés à l'inflation que les métaux précieux.

Nous avons dans un deuxième temps mesuré cette instabilité en calculant le temps moyen requis pour que la divergence temporaire de trajectoire entre le prix de l'or et l'indice général des prix s'estompe de moitié (via le concept statistique de demi-vie, *half-life*). Nous trouvons qu'il faut plus de 6 ans pour que le prix de l'or compense la moitié de la distance le séparant de l'indice général des prix, une des trois plus mauvaises performances, sachant que la plupart des autres matières premières prennent moins de trois ans pour réaliser cet objectif.

L'étonnante lenteur avec laquelle les prix des différentes matières premières, dont l'or, corrigent leurs écarts par rapport aux évolutions générales des prix pourrait s'expliquer par l'existence de chocs structurels propres à certains marchés de matières premières ou à certains facteurs économiques globaux. Ces chocs pourraient ainsi provoquer des cassures dans l'historique des séries de prix qui expliqueraient l'inertie des divergences entre l'indice général des prix et les prix des matières premières. Notre étude incorpore dès lors une analyse des cassures dans l'évolution des prix des matières premières au cours des 45 années que comporte notre fenêtre d'analyse. Il en résulte que les prix des matières premières sont sujets à de nombreuses cassures, de 3 à 5 selon les matières premières. Ces cassures sont concentrées autour de certaines dates marquées par un choc économique global (les récessions de 1981 et 1990, la crise du sud-est asiatique de 1997 ou la Grande Récession de 2007-2008). La faible corrélation des prix des matières premières avec le niveau général des prix résulte certainement en partie de ces chocs économiques multiples.

## 5. Pour conclure

Que retenir pour l'or ? Le prix de l'or est, au même titre que celui des autres matières premières, soumis aux vents de la conjoncture économique mondiale. L'or n'est pas le remède miracle contre l'inflation, dans la mesure où son prix ne suit qu'avec beaucoup de lenteur le niveau général des prix dans l'économie. Bien sûr, notre approche, bien que légitime et théoriquement fondée, ne permet pas de tirer une conclusion générale et définitive sur les propriétés de l'or face à l'inflation. Dans une période où le prix de l'or est historiquement élevé, nous pensons toutefois utile de garder à l'esprit nos résultats : l'or n'est statistiquement guère plus apte à protéger contre l'inflation que ne l'est le maïs, le nickel, le pétrole ou toute autre matière première.

---

Jean-François Carpentier a un doctorat en économie de l'UCLouvain et est chercheur associé à l'IRES (LIDAM, UCLouvain).

Jean-François Carpentier  
jf.carpantier@gmail.com

---

### L'étude détaillée sur laquelle repose ce numéro de *Regards économiques* :

Carpentier, J.-F. (2021), "Anything but gold - The golden constant revisited", IRES/LIDAM Discussion Paper 2020/36; à paraître dans *Journal of Commodity Markets*.

---

---

## Références

- Arnold, Stephan, et Benjamin R. Auer (2015). "What do scientists know about inflation hedging?", *North American Journal of Economics and Finance*, 34: 187-214.
- Baur, Dirk G., et Brian M. Lucey (2010). "Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold", *The Financial Review*, 45(2): 217-229.
- Capie, Forrest, Terence C. Mills, et Geoffrey Wood (2005). "Gold as a hedge against the dollar", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 15(4): 343-352.
- Erb, Claude B., et Campbell R. Harvey (2017). "The Golden Constant", *The Journal of Investing*, 26 (1): 94-100.
- Kat, Harry M., et Roel C. Oomen (2006). "What Every Investor Needs to Know About Commodities: Multivariate Return analysis", *Journal of Investment Management*, 5(3).
- Pukthuanthong, Kuntara, et Richard Roll (2011). "Gold and the Dollar (and the Euro, Pound, and Yen)", *Journal of Banking and Finance*, 35(8): 2070-2083.
- Spierdijk, Laura, et Zaghum Umar (2014). "Are commodity futures a good hedge against inflation?", *Journal of Investment Strategies*, 3(2): 35:57.



## **REGARDS ÉCONOMIQUES**

Place Montesquieu, 3  
B1348 Louvain-la-Neuve  
regard-ires@uclouvain.be  
tél. 010 47 34 26  
[www.regards-economiques.be](http://www.regards-economiques.be)



Directeur de la publication :  
*Vincent Bodart*

Rédactrice en chef :  
*Muriel Dejemeppe*

Secrétariat & logistique :  
*Virginie Leblanc*

Graphiste :  
*Dominique Snyers*

Comité de rédaction :  
*Paul Belleflamme*  
*Vincent Bodart*  
*Muriel Dejemeppe*  
*Gilles Grandjean*  
*Jean Hindriks*  
*William Parienté*  
*Sandy Tubeuf*  
*Bruno Van der Linden*  
*Frédéric Vrins*

