

Les Echos

Opinion | **Or et inflation** : stop aux idées reçues

Le 29 Avril à 14h00

L'inflation redémarre, l'or va-t-il servir de valeur refuge comme dans les années 1970 ? Pour Laurent Schwartz, comparaison n'est pas raison, car l'économie et la finance sont aujourd'hui radicalement différentes qu'il y a un demi-siècle. Mais l'or est un bon candidat pour diversifier son patrimoine.

Dans un contexte chaotique et face à un avenir incertain, la tentation est compréhensible pour les particuliers de « liquider » leur assurance vie pour tout placer dans l'or afin de se protéger de l'inflation. Mais attention aux idées reçues et aux raccourcis. Ce poncif très répandu doit faire l'objet de recul et être évalué avec précaution. Si le cours de l'or et l'inflation sont étroitement liés, considérer que la relation est systématique et linéaire apparaît comme réducteur.

L'inflation, c'est avant tout l'érosion du pouvoir d'achat de la monnaie. Dans un article de 2013 bien connu des spécialistes, deux chercheurs américains ont démontré que l'or offrait une bonne protection contre l'inflation sur le très long terme. Ils prennent l'exemple d'un centurion romain qui est l'équivalent aujourd'hui, en termes de responsabilités, d'un capitaine d'infanterie. Ce centurion, sous l'empereur Auguste, était payé 3.750 denarii par an, soit environ 38.5 onces d'or, ce qui représenterait aujourd'hui 73.000 dollars. C'est un peu ou prou le même salaire qu'un capitaine d'infanterie américain avec quatre ans d'expérience (74.220 dollars en 2022). L'or a donc maintenu sa valeur sur deux mille ans malgré l'inflation (et les crises, les guerres, etc.). Une propriété tout à fait remarquable, mais qui manque malheureusement d'implications pratiques : personne n'a un horizon d'investissement de plusieurs siècles ...

Regardons moins loin. Dans une étude récente, le World Gold Council analyse le lien entre le cours de l'or et l'inflation aux Etats-Unis depuis 1971 (date de la fin de l'étalon-or). Verdict: sur plus de cinquante ans, la corrélation (qui mesure le lien statistique entre les deux variables) n'est que de 16%. Les spécialistes le savent: l'or est inversement et fortement corrélé aux niveaux des taux d'intérêts réels, c'est-à-dire au niveau des taux d'intérêts diminués du taux d'inflation (ou plus précisément des anticipations d'inflation). La corrélation est si forte qu'elle est évidente graphiquement.

Le lien or inflation est donc indirect: si l'inflation augmente, toutes choses égales par ailleurs, les taux d'intérêts réels vont baisser et il est statistiquement probable que le cours de l'or progresse. Le hic, c'est ce "toutes choses égales par ailleurs", que les économistes et les commentateurs oublient souvent de préciser. Car dans le monde réel, une variable économique ne varie jamais toute seule. Tout varie en permanence. Et typiquement, lorsque l'inflation augmente, les taux d'intérêts nominaux ont tendance à augmenter ce qui maintient peu ou prou le niveau des taux réels. Sauf si on entre en stagflation... La stagflation, c'est la combinaison d'une inflation ancrée, élevée, et d'une activité économique en berne qui empêche de remonter les taux sous peine de créer une récession. La photo correspond bien au risque auquel fait face l'Europe actuellement, et ce malgré les propos rassurants (ou le vœu pieux...) de Christine Lagarde. En début d'année, les économistes révisaient déjà à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2022. Le FMI a annoncé qu'il abaisserait ses projections au printemps en raison de la guerre en Ukraine, qui impacte déjà le moral des consommateurs et entreprises du Vieux Continent.

Beaucoup ont en tête la stagflation des années 1970, et en particulier ses deux chocs pétroliers, qui avaient provoqué récession, chômage et hausse spectaculaire des prix. Sous l'effet de taux d'intérêts réels fortement négatifs, le cours de l'or avait été multiplié par 2.5 à chaque épisode. Mais comparaison n'est pas raison: l'économie et la finance sont aujourd'hui radicalement différentes qu'il y a un demi-siècle, et une envolée du métal jaune de même ampleur est peu probable. Restons raisonnables et concluons que l'or est un bon candidat pour se diversifier et se protéger sur le long terme contre le risque d'une inflation durable et élevée, génératrice de problèmes économiques.

Laurent Schwartz