

Quelques paradoxes sur le cours de certaines monnaies et de l'or en période de crise

Jean-Paul Guichard*

Some Paradoxes on the Rates of Certain Currencies and Gold in Time of Crisis

Summary: In time of crisis, surprising developments: changes in currency rates can be observed; the large countries which are suffering the most see their respective currencies appreciate while at the same time the gold price decreases. There is an explanation for these paradoxes!

On va s'intéresser, dans ce qui suit, aux évolutions, parfois surprenantes à première vue, du dollar, de l'euro, du yen et de l'or.

En cette fin d'automne 2008, l'économie américaine va mal ; les économies européennes aussi, mais dans une mesure moindre. En quelques semaines, l'euro est passé d'une valeur de 1,60 dollar à 1,25 dollar¹, soit une baisse de plus de 20%.

Certains disent que « c'est irrationnel », d'autres que « c'est la spéculation », c'est-à-dire la même chose. Mais pourquoi donc les agents économiques, en période de crise, seraient-ils devenus stupides ? (c'est-à-dire « irrationnels »). Deux faits permettent d'expliquer, de façon très « rationnelle », la hausse du dollar.

Tout d'abord l'économie US est davantage « fragilisée » que les économies européennes (à l'exception peut-être de l'Espagne). Cela signifie que de très nombreuses entreprises américaines, en difficulté, sont obligées de vendre certains des actifs qu'elles détiennent notamment sous forme de participations dans d'autres sociétés ; cela est vrai aussi en Europe, mais à un degré moindre.

Les entreprises américaines vendent ainsi des actions américaines et des actions européennes ; le produit de ces dernières ventes, en euro, doit être alors converti en dollars pour pouvoir être transféré aux Etats-Unis. Il en va de même pour les entreprises européennes qui vendent des actifs américains dont le pro-

* Professeur, Université de Nice – Sophia Antipolis; Chaire Jean Monnet :
Jean-Paul.GUICHARD@unice.fr

¹ Cours le 27/10/08

duit doit être transformé en euros pour venir en Europe. Il y a ainsi deux flux de capitaux très différents dans leurs montants ; il y a toutefois davantage d'entreprises américaines en difficulté que d'entreprises européennes en difficulté, davantage d'euros qui doivent être convertis en dollars que de dollars qui doivent être convertis en euros.

Concluons : en période de crise, l'économie la plus en difficulté voit sa monnaie s'apprécier, toutes choses égales par ailleurs. Résultat paradoxal qui rappelle un peu le vieil adage d'un autre âge « la mauvaise monnaie chasse la bonne » !

Les économistes ont parfois la mauvaise habitude d'accorder une signification unique à un phénomène économique donnée ; ainsi en va-t-il pour les flux de capitaux : une économie « dynamique » attire les capitaux alors qu'une économie dépressive en perd, tel est le schéma le plus usuel, qu'on peut évidemment compliquer pour tenir compte des différences entre les taux d'intérêt ou entre les taux d'inflation. Ce schéma usuel, lorsque la conjoncture est bonne, garde sa pertinence. Toutefois, en période de crise, il peut être ainsi qu'on vient de le voir, parfaitement inadapté. Les formalisations parfois très élaborées que proposent les économistes (et, plus encore, les économètres) souffrent souvent d'une compréhension univoque des faits, d'une certaine naïveté.

Pour ce qui concerne la parité entre le dollar et l'euro, un autre facteur joue en faveur de la dépréciation de l'euro, un facteur qui est une chance pour les économies européennes ; ce facteur est l'appréciation de la monnaie japonaise². Le Japon, dont l'économie avait déjà bien du mal à « redémarrer », pratiquait une politique de taux d'intérêt extrêmement bas. Cette politique répondait à une double exigence : faciliter les investissements à l'intérieur, maintenir la parité du yen à un niveau très faible de telle sorte que puissent se développer d'énormes excédents au niveau du commerce extérieur, excédents qui, à leur tour, allaient alimenter les investissements japonais à l'étranger, maintenant ainsi la sous-évaluation du yen. Les difficultés économiques aidant, un certain nombre d'entreprises japonaises, tout comme de nombreuses entreprises américaines, ont du liquider leurs avoirs à l'étranger ; et ceux-ci étaient, semble-t-il plus importants en zone euro qu'aux Etats-Unis. Ces ventes déterminaient donc un triple mouvement : hausse du yen par rapport au dollar, hausse du yen par rapport à l'euro (plus forte que la précédente) et, par conséquent, hausse du dollar par rapport à l'euro.

Tel est, dans les circonstances de la crise actuelle, le deuxième facteur qui explique la hausse de l'euro.

² Une chance toute relative ; les économies européennes souffraient énormément de leur perte de compétitivité par rapport au Japon du fait de la sous-évaluation flagrante du yen. La concurrence extérieure sera moins vive mais cela ne stimulera pas pour autant la demande intérieure très déprimée, notamment dans le secteur de l'automobile.

Un autre sujet d'étonnement réside dans l'évolution du prix de l'or. Malgré des achats massifs de particuliers, le prix de l'or est passé, en quelques jours, de près de 900 \$ l'once à seulement un peu plus de 700\$.

Résultat étonnant si on prend en compte le rôle traditionnel de « valeur refuge » joué par ce métal³. Que s'est-il passé, que se passe-t-il ?

Il y eut tout d'abord une baisse de l'euro, inquiétante pour la crédibilité de l'économie américaine ; il fallait sans doute éviter que le dollar ne descende en dessous du seuil de 1,60\$ pour un euro. Pour cela des ventes concertées d'or de certaines banques centrales ont du avoir lieu et l'objectif a été atteint : le dollar a alors cessé sa baisse et s'est même redressé légèrement, alors même que le prix de l'or diminuait. Le développement de la crise aidant, le dollar va connaître en automne la très forte montée envisagée dans ce qui précède. Compte tenu des facteurs qui ont déterminé cette montée, cela n'aurait pas du avoir de conséquences sur le cours de l'or ; et cela n'en a probablement pas eu.

Il se trouve, par ailleurs, que certaines banques centrales possédant des stocks d'or importants placent une partie de leur or en location auprès de banques de second rang ; la durée de ces locations peut être courte, quelques mois, ou longue, quelques années ; les taux d'intérêt, en or, sont très faibles : 0,1 à 0,5 %. Mais pourquoi donc ces banques prendraient-elles ainsi de l'or en location ? Tout simplement pour le vendre à découvert ! Sans aucune mise de fonds, les banques en question s'empressent de revendre cet or pour acheter des titres surs, des bons du trésor par exemple, qui vont rapporter 3 à 4% par an. Si le prix de l'or est stable, il s'agit d'une opération très bonne ; si le prix de l'or diminue, c'est véritablement prodigieux !⁴. Pour les opérateurs bancaires qui développent ce genre de pratiques, il est important qu'il en aille ainsi....le scénario opposé, celui d'une montée du prix de l'or, serait évidemment calamiteux pour eux ; Toutefois, dans un premier temps, pour éviter de devoir enregistrer des pertes, ils passeraient alors de nouveaux contrats de location leur permettant de rendre à l'échéance la quantité d'or qu'ils doivent rendre. Cela peut continuer ainsi tant que les banques centrales (ou d'autres opérateurs possédant de l'or) continuent d'accepter de conclure ce genre de contrats. Cela explique sans doute aussi l'essor des « trackers-or », ce qu'on appelle l'or-papier : des banques émettent

³ Dans un papier rédigé en novembre 2007, « Le veau d'or est toujours debout », j'avais imaginé une forte montée du prix de l'or dans un contexte de crise et de placements éventuels par des fonds souverains, notamment chinois, pour lesquels l'achat de grandes sociétés occidentales, notamment américaines, semblait interdit. Il s'avère que cet interdit de fait a été levé dans le courant du 1^{er} semestre 2008 aux Etats-Unis. Dès lors, après avoir connu un point haut à 1000\$ l'once vers la fin janvier, le prix du métal précieux a fluctué entre 800 et 900\$ l'once ensuite, avant de descendre jusque vers 700\$.

⁴ Soit une valeur (or) de 100 louée à 0,5%. Cet or est immédiatement vendu à sa valeur, 100 et placé ; au bout d'un an les intérêts perçus sont de 3,5 auxquels il faut déduire 0,5 comme prix de la location. Le gain net est de 3 pour une mise de fonds nulle. Si d'aventure le prix de l'or n'est plus que de 80, alors après remboursement, le gain net s'établit à 23.

des certificats qui représentent une certaine quantité d'or (physique) entreposé dans les caves de l'une d'elles⁵. On peut se demander si la contrepartie réelle de ces certificats, l'or physique qui est entreposé, n'est pas tout simplement de l'or...en location !

La détention d'or-papier comporterait donc alors un risque : celui que la banque détenant le stock d'or en location soit incapable d'honorer ses échéances ! L'existence d'un tel risque expliquerait alors la divergence qui est en train de se manifester entre le cours de l'or physique et celui de l'or « papier » !

Certains analystes prétendent que le volume d'or en location représenterait actuellement dans le monde plusieurs centaines de milliards de dollars : si, contre l'intérêt même des opérateurs bancaires, le cours de l'or se redresse et part à la hausse, certains grands établissements bancaires risquent de connaître de sérieuses difficultés !

Faudra-t-il alors accepter, dans une telle hypothèse, des opérations de secours aux frais des Trésors publics, c'est-à-dire aux frais des contribuables, pour éviter que ne soient sanctionnés des comportements à risque auxquels auront trempé certaines banques centrales ?

Si les institutions « les plus sûres » commencent à être suspectées, comment la confiance pourrait-elle revenir ? La crise, qui est systémique n'en déplaît à certains, à une profondeur qui donne le vertige !

Résumé : En période de crise ou absence des évolutions surprenants des cours des monnaies ; les grands pays les plus en difficulté voient leurs monnaies respectives s'apprécier alors même que le prix de l'or diminue : ces paradoxes ont une explication !

⁵ Par exemple, en France, la Société générale a émis un titre, « LYXOR gold Bullion Securities », représentant de l'or entreposé dans les caves de HSBC à Londres.