

Commentaires hebdomadaires des marchés

Or : le retour des banques centrales

Pierre Pincemaille, Se Demander à Siri 30 OCTOBRE 2026 6 min

Le métal précieux a perdu de sa superbe cette année, se retrouvant en queue de peloton des performances à grande classe d'actifs à environ 4000 $ l'once. Alors que le métal ductile avait au cours des années précédentes échappé aux évolutions des taux réels, cette corrélation est revenue en force depuis l'arrivée de Kevin Warsh en tant que président de la Réserve fédérale américaine. Mais les relations entre l'or et les banques centrales ne se limitent pas à l'impact des décisions de politique monétaire. En effet, après une période d'accalmie, ces institutions ont recommencé à accumuler de l'or dans leurs bilans, ce qui devrait inciter les investisseurs à s'interroger quant à leurs motivations profondes.

L'analyse de la période 2022-25 a de quoi dérouter plus d'un investisseur si on se réfère à la relation de très long terme entre taux réel et cours de l'or : le coût d'opportunité de détenir de l'or, qui ne détache pas de coupon, a tendance à monter avec la hausse des taux réels. Mais depuis le début du conflit entre l'Ukraine et la Russie, et le gel concomitant d'une partie des avoirs en dollars de la banque centrale russe, cette relation s'est étiolée.

C'est du côté des grands argentiers qu'il faut se tourner pour trouver la réponse à ce changement de paradigme. Ils se sont lancés dans une campagne de rééquilibrage de leurs avoirs pour prendre acte de la nouvelle donne géopolitique. Ainsi, les flux acheteurs des banques centrales ont tout simplement doublé, passant d'environ 500 t/an sur la période 2011-21, à plus de 1000 tonnes. Sans surprise, ce soudain déséquilibre du marché aurifère a relégué au second plan les corrélations macroéconomiques et provoqué un sentiment de FOMO auprès des investisseurs.

Mais les habitudes ont la vie dure et les opérateurs ont constaté, de manière contre-intuitive, un comportement plus « normal » de l'or vis-à-vis des taux depuis l'émergence du conflit au Moyen-Orient. Alors que la hausse du risque géopolitique aurait pu être favorable à cet actif de type *safe haven**, le cours de l'or a retracé une partie de sa hausse passée au fur et à mesure de l'ajustement des anticipations des politiques monétaires.

Et comme si cela ne suffisait pas, certaines banques centrales comme celles de la Russie, de l'Azerbaïdjan et de la Turquie sont passées nette vendeuses au mois de mars. La Turquie, qui avait été dans le top trois des plus gros acheteurs avec la Pologne et la Chine lors du cycle 2022-25, a dû se séparer d'une partie de son stock et en *swaper*** une autre pour protéger sa devise.

Les statistiques du deuxième trimestre montrent une reprise significative des programmes d'achat avec 289 tonnes en cumulé, soit un rythme annualisé de 1155 tonnes (versus 860 tonnes en 2025). Plus récemment, les banques centrales auraient acheté 63 tonnes en septembre selon le Financial Times qui s'est procuré les données préliminaires du World Gold Council, un plus haut depuis novembre 2024. Et c'est la Chine qui fait la course en tête, profitant opportunément du mouvement de repli pour accélérer ses achats : la PBOC a acheté plus de 100 tonnes d'or cette année, à comparer à 40 tonnes pour tout 2025 !

Au-delà des chiffres, c'est surtout l'explication de cette reprise des flux qui est pertinente. Et même si les banques centrales, contrairement aux entreprises, ne publient pas de communiqué quant à la gestion de leurs bilans, cela n'empêche pas les observateurs d'échafauder des théories.

Les autorités monétaires constatent comme les autres catégories d'investisseurs le creusement des déficits budgétaires et la pente ascendante des dettes publiques depuis la grande pandémie. À ce titre, le FMI estimait à 94 % la dette publique rapportée au PIB en 2025 et prévoit un ratio de 100 % d'ici 2029. Au-delà du montant de la dette publique, c'est sa charge qui devient un sujet central avec la remontée en flèche des taux d'intérêt de long terme. Par exemple, les États-Unis devraient dépenser la modique somme de mille milliards de dollars en intérêts pour l'exercice fiscal 2026. Ce montant était quatre fois plus faible il y a dix ans et le CBO*** anticipe un doublement au cours de la prochaine décennie.

Dans ces conditions, la soutenabilité de la dette se pose selon la règle de l'économiste Evsey Domar : la soutenabilité n'est possible que si le taux de croissance nominal de l'économie est supérieur au taux d'emprunt d'un Etat. Dans le cas contraire, un excédent primaire**** doit être dégagé pour stabiliser le ratio de dette / PIB. Aux États-Unis, le déficit primaire, de l'ordre de 2,5 %, devrait en théorie se transformer en un excédent de 1 % pour stabiliser la situation. Un scénario somme toute assez peu probable qui amène à s'interroger sur les perspectives d'ajustement qui sont de nature très différente pour les investisseurs, allant du plus vertueux (la croissance) au plus terrible (le défaut), en passant par l'érosion de la valeur réelle de la dette.

Le retracement du cours de l'or depuis son plus haut de fin janvier s'explique aisément par la hausse des taux réels américains et l'appréciation du dollar. Ces deux composantes majeures du système économique mondial ont réagi à la croissance isolante de l'économie américaine qui tire les bénéfices des dépenses d'IA et des effets richesse. Mais le comportement des banquiers centraux à l'égard de l'or montre qu'ils ont tendance à regarder au-delà de ces phénomènes de court terme et s'attachent à diversifier leurs placements au moment où les trajectoires budgétaires des grandes économies sont hautement incertaines.

Dans leur sagesse, les investisseurs seraient bien inspirés de suivre leur exemple en allouant une partie de leurs avoirs sur le métal jaune, de manière à se couvrir des risques d'inflation persistante voire de répression financière, grâce à un actif sans risque de contrepartie et qui ne peut pas être émis à la demande…

*Actif refuge ;

**Opération d'échange ;

***Congressional Budget Office ;

****Solde budgétaire positif d'un État calculé hors paiement des intérêts de la dette.

Texte achevé de rédiger le 28 octobre 2026 par Pierre Pincemaille, Secrétaire général de la Gestion.

Cet article ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion.

DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance



par Pierre Pincemaille,
Secrétaire général
de la Gestion