



PLATINIUM

Flash Stratégie n°2 Octobre 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

**Vers un retour de l'or
comme garantie du
système financier
international.**

Paris, le 7 octobre 2014

Faisant suite aux opérations de règlement bilatéral entre différents pays qui visent à isoler le dollar comme monnaie internationale de paiement et comme monnaie de réserve, le 1er octobre restera une date historique, celle de la naissance de transactions directes entre Yuans et Euros, un an après la mise en place de « Swaps » entre la zone euro et la Chine. Ces échanges monétaires ajoutés aux achats massifs d'or, en provenance de Chine, peuvent être considérés comme l'ouverture d'une voie nouvelle vers un système de règlements internationaux repensé, basé, au moins en partie, sur une référence or.

Nous avons analysé dans notre Flash précédent¹ les conséquences du laxisme de la FED et de quelques autres banques centrales.

Au-delà des risques liés aux effets de bulle ou aux problèmes posés aux entreprises dans la gestion de leurs coûts de production gonflés par des hausses de prix de matières premières, la principale victime de la politique de la FED a été le dollar et, à travers la monnaie de réserve, le système monétaire international.

¹ toujours disponible en téléchargement sur notre site Internet www.platinum-gestion.com



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

Taux de change du dollar en yen (en vert) et en deutsche mark (en bleu)



En rachetant quasiment sans limites des Treasuries et des emprunts immobiliers grâce à la création de papier monnaie, la FED s'est substituée aux acheteurs traditionnels des émissions en dollars. Elle risque de devoir, dans le futur, recommencer à racheter une part des émissions et à émettre en contrepartie du papier monnaie si le déficit budgétaire américain s'accroît.

Ainsi, la FED détient aujourd'hui plus de 40 % des nouvelles émissions de l'Etat américain à plus de 5 ans et 14 % de l'encours total de dette US.

De cette façon, les dérives de la politique monétaire américaine s'auto entretiennent. Le dollar devrait à terme en faire les frais. Pour le moment la monnaie américaine se tient bien, soutenue par la perspective de hausse des taux d'intérêt.

Mais le ver est dans le fruit. La gestion du dollar, monnaie issue de la « planche à billets », n'inspire plus confiance.

L'économie américaine elle-même qui constituait le support essentiel de la valeur du dollar dans le système monétaire international, n'offre plus les repaires usuels à la suite de l'inflation de dollars issue des différents QE qui ont perturbé le prix des actifs.

Elle ne peut plus inspirer le niveau de confiance constaté lors des années 80, 90 et 2000.

Même s'il n'est plus au centre du système, l'or reste l'indicateur clé de l'état du système monétaire international..

Un envol des cours de l'or signifierait en effet un effondrement du dollar: en dehors de sa valeur « industrielle » l'or se comporte comme une couverture vis-à-vis des risques financiers comme l'inflation ou, dans le cas présent, la dévaluation de la monnaie de réserve. Pour que le dollar continue à jouer son rôle de monnaie de réserve incontournable, il est impératif que l'or ne monte pas.

Vers une refonte du système financier international, relativisant le rôle du dollar, monnaie d'un pays qui n'est plus ce qu'il a été.

Depuis la sortie du système de Bretton Woods en 1971, le dollar reste, de loin, la monnaie de réserve la plus utilisée par les banques centrales. Cette confiance des années 70/80 à la fin des années 90 ne doit pas faire oublier la chute de la monnaie américaine réduite au tiers de sa valeur par rapport au Yen et à la moitié par rapport au Deutsche Mark.

Toutefois une confiance suffisante pour étayer le système « post Bretton Woods » était justifiée par la gestion de l'économie américaine, créatrice, organisée mais souple, sans pression excessive de l'Etat.

Ce n'est plus le cas depuis la crise financière.

Le dollar a, en effet, été gravement fragilisé par une crise qui a ses origines aux Etats-Unis et par la politique monétaire de facilité de la FED censée la combattre. La FED n'a réussi qu'à gagner du temps en émettant de la monnaie sans contrepartie, en repoussant les vraies mesures à prendre et en faisant payer à l'Etat l'essentiel du coût de la crise.

Le dollar a commencé à perdre la dose de confiance dont il jouissait auprès des grandes banques centrales. Il est voué à être remplacé, au moins partiellement, comme monnaie de réserve puis comme base du système financier international.



Des indices apparaissent déjà.

Ainsi, avant le conflit sur l'Ukraine, des accords locaux se sont noués entre la Russie et l'Iran, entre la Russie et la Chine ou entre l'Australie et la Chine, pour régler en monnaie locale des livraisons de pétrole ou de matières premières.

Sur le plan financier, les pays émergents, Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud (BRICS), ont passé un accord afin de mettre en place une banque de développement commune dotée de 50 milliards de dollars de capitaux et ont décidé de constituer un pôle de réserves de change d'un équivalent de 100 milliards de dollars.



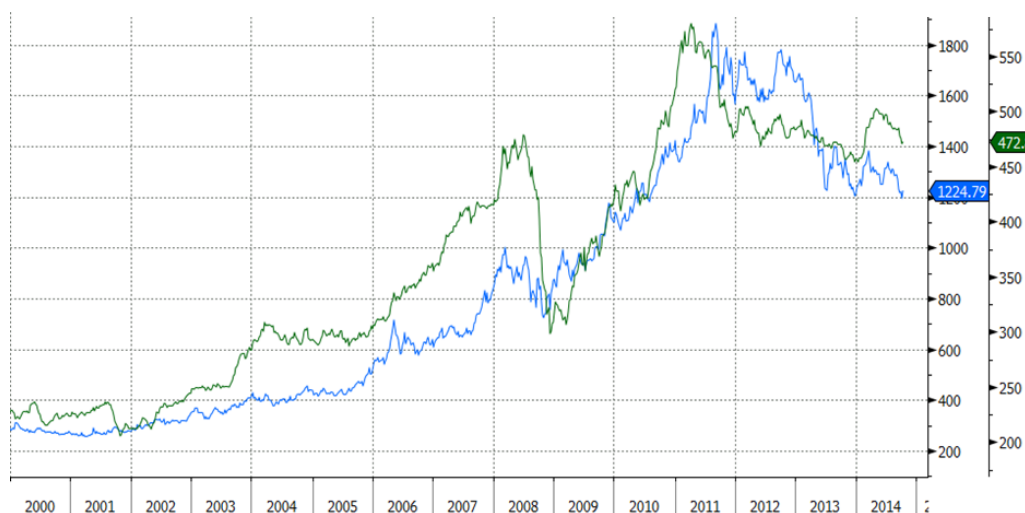
Ces opérations annoncent la mise en place d'un nouveau système financier international basé sur des accords multi latéraux impliquant d'autres monnaies que le dollar.

On peut imaginer que la monnaie de la deuxième puissance économique mondiale, le yuan, une fois convertible, jouera un rôle déterminant dans ce système. Peut-être va-t-il remplacer le dollar à terme, comme le dollar a remplacé la livre au début du XX^{ème} siècle.

Récemment, côté Etats-Unis, l'ancien chef des services économiques de la Maison Blanche Kenneth Austin a donné son opinion sur le rôle du dollar, monnaie de réserve, rejetant cette fonction jugée source de ralentissement économique avec un impact négatif sur l'emploi.

Aux impacts négatifs sur la croissance qu'exerce une monnaie de réserve, selon l'appréciation de Kenneth Austin s'ajoutent les effets négatifs générés par la remise en ordre des finances publiques dans le monde. C'est en tout cas ce que montrent les perspectives de la zone Euro aujourd'hui.

Evolution du cours de l'or (en bleu) et de l'indice CRB des matières premières (en vert)



La réhabilitation de l'or.

Paradoxalement, la normalisation de la dette publique des pays de l'OCDE constituera une chance pour l'or de retrouver une position dans un système monétaire international adapté à des économies en croissance ralentie.

Ce ralentissement « structurel » pourrait renforcer le rôle de l'or dont l'exclusion du système en 1971 était en partie liée à l'incapacité de la production de métal de s'adapter à la croissance mondiale qui était alors très élevée (4 à 5 % pour les pays de l'OCDE). On considérait que la monnaie de réserve ou l'or devaient suivre la croissance du commerce mondial. La production d'or a atteint un pic en 2001, néanmoins, une hausse des cours permettrait de relancer des programmes d'exploration et de découvrir de nouveaux gisements.

Logiquement, le retour vers un système plus contraignant mais aussi plus neutre et politiquement acceptable devrait redonner à l'or une position centrale. Même si cette position ne représente pas l'essentiel du système, elle offrirait une garantie. En dehors de sa valeur « industrielle » en effet, l'or se comporte comme une couverture vis-à-vis des risques financiers

comme l'inflation, les défauts de paiement ou, dans le cas présent, la dévaluation de la monnaie de réserve.

A plusieurs reprises au cours des années 1970 la question s'est posée aux banques centrales de vendre leur or pour acheter des actifs offrant un vrai rendement. Aux Etats-Unis, La réponse des responsables du Trésor ou de la banque centrale a toujours été négative comme vient de le rappeler A. Greenspan.

En 1976 Arthur Burns, alors président de la FED, avait souligné que l'or était le « filet de sécurité du dollar », monnaie de réserve.

En 1990 un calendrier des ventes d'or des banques centrales intéressées, dont les banques européennes, devait être dressé pour éviter de peser sur les cours du métal. Il n'en fut rien de sorte qu'aujourd'hui la hiérarchie des pays détenteurs d'or est proche de celle des années 1970 avec, dans l'ordre, les Etats-Unis (261 millions d'onces), l'Allemagne (109), l'Italie (79) et la France (78).

De son côté, la Chine (autour de 35 millions d'onces) cherche clairement à rejoindre ce quatuor.

Le retour de l'or mais aussi l'entrée du Yuan dans le système.

Un nouvel évènement vient de confirmer la préoccupation, certes essentiellement politique, de plusieurs pays de rebâtir un système monétaire international.

L'Europe et la Chine ont en effet décidé d'établir des échanges directs de leur monnaie (paiements de transactions commerciales), nouvelle opération visant clairement à se passer du dollar.

Cette décision fait suite à toutes celles qui ont permis de multiplier les accords bilatéraux que nous avons déjà évoqués.

Toutes ces opérations visent la monnaie américaine qu'il s'agit de sanctionner en raison de sa mauvaise gestion par la FED. Au-delà, c'est probablement la première étape de la constitution d'une sorte de pool de monnaies pouvant servir de base à un nouveau système.

Parmi ces monnaies, le yuan devrait avoir un rôle déterminant compte tenu des garanties qu'offre l'économie chinoise, même si celle-ci n'est pas exempte de critiques. Nos lecteurs vont devoir s'habituer à lire le symbole de cette monnaie.



D'ores et déjà la monnaie chinoise a certaines des qualités d'une monnaie de réserve.

La Chine bénéficie d'une moindre dette publique par rapport aux grands pays occidentaux (officiellement moins de 20% du PIB), des réserves d'or importantes et sans cesse accrues

(quelque 40 millions d'onces aujourd'hui), pouvant garantir la valeur du Yuan. La Chine a aussi des excédents commerciaux réguliers comme ce fut le cas pour les Etats-Unis à partir des années 1920 ou pour l'Angleterre du dix-neuvième siècle. En revanche la Chine n'est pas, à l'heure actuelle suffisamment intégrée dans la zone OCDE pour être reconnue comme le pays pouvant assurer la base d'un système monétaire international d'autant que le Yuan n'est pas encore convertible.



Parmi les autres monnaies ayant fait partie d'accords bilatéraux, l'Euro présente plusieurs des attributs des monnaies de réserve qui ont marqué l'histoire, dont les excédents commerciaux et des réserves de change garanties par de l'or pour une bonne part.

Mais sa structure est fragile comme on l'a vu à la suite de la crise financière. Aujourd'hui, son rôle ne peut qu'être limité. Il lui faudrait au minimum retrouver sa situation d'avant crise financière pour jouer un rôle plus important.

Autre monnaie influente du passé, le Yen n'a, aujourd'hui, plus aucune chance de devenir la monnaie de réserve qu'il aurait pu être dans les années 80.

Il risque même de perdre son statut de simple monnaie refuge, les réserves de change du Japon s'étant stabilisées depuis 2011, après 30 ans de hausse ininterrompue.

Conclusion : les politiques monétaires pratiquées ces dernières années conduisent à la réorganisation du système monétaire international. Toutefois, la transition devrait être longue et difficile.

Malgré la mauvaise gestion de la FED, le dollar est appelé à assurer la transition en tant que monnaie de réserve pendant encore quelques années.

Faute de mieux, les marchés accepteront ce rôle. Mais fondamentalement, après la multiplication des QE et le maintien des taux zéro sur une période « considérable », il serait souhaitable que le dollar réduise progressivement son rôle de monnaie de réserve et que l'or, qui assure déjà une sécurité de fait, retrouve rapidement une position officielle nettement plus importante en tant que garantie du système monétaire international.

De même les perspectives politiques associées aux multiples accords bilatéraux qui se sont ou qui vont se nouer, sont susceptibles de générer de l'instabilité. L'or lui-même ne fait pas l'unanimité, sauf par défaut.

Les marchés (actions et obligations) risquent d'en pâtir fortement. Ils sont déjà sur évalués dans la mesure où l'environnement financier international (levier excessif dans les bilans de banques, dettes cumulées par les Etats, manque de confiance dans la principale monnaie du système...) est d'une fragilité sans commune mesure avec celui des années 1980 ou 2000 alors que les taux de capitalisation sont du même ordre.

Dans ces conditions l'instabilité des marchés ne peut que s'accroître au cours des mois qui viennent.

Jean Borjeix
Associé Gérant



Aurélien Blandin
Gérant



Que retenir ?

- ▶ **Même si à court terme le dollar peut rebondir, son rôle mondial est fragilisé.**
- ▶ **Mais les conditions de la mise en place d'un nouveau système ne sont pas remplies.**
- ▶ **L'or, dont les banques centrales ne se sont jamais débarrassées, reste disponible pour consolider le système monétaire.**

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.