

Le paradoxe de l'or levé, quels déterminants pour la suite de l'histoire ?



V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

20 mars 2026

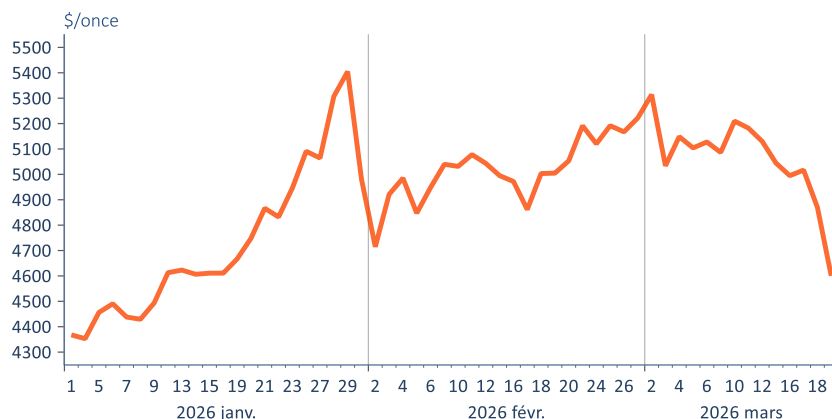
SAVE THE DATE

Jeudi 26 mars
Visioconférence
trimestrielle à 11 heures
Guerre en Iran : les
scénarios de l'après

Inscription par retour d'email à
contact.vrf@richesflores.com

Souvent associée à la montée du risque géopolitique, l'envolée des cours de l'or s'est, malgré tout, interrompue avec le début du conflit iranien. Depuis le début du mois de mars, le métal jaune a enregistré nettement plus de séances de repli que l'inverse, dont deux baisses journalières de plus de 5 %, le 3 et le 19 mars. La valeur refuge par excellence a finalement perdu 12 % de sa valeur en dollar entre la veille du début des frappes, le 28 février, et le dix-neuvième jour du conflit. Voilà qui rappelle l'adage bien connu des marchés financiers « *acheter la rumeur, vendre la nouvelle* », qui suggérerait que les cours de l'or aient déjà anticipé un conflit, il est vrai annoncé de longue date, ce qui expliquerait le paradoxe de sa chute au moment de sa survenance.

COURS DE L'OR EN DOLLAR



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Cette explication est, toutefois, assez peu convaincante, notamment parce qu'elle supposerait que les risques géopolitiques ne concernent que l'Iran. S'il s'agit incontestablement d'un gros morceau, tel est loin d'être l'unique

ferment de ces inquiétudes : le prolongement du conflit russo-ukrainien, les menaces sur Taïwan, la question du Groënland, sont autant de foyers de risques, sans parler de la tournure que peut prendre la guerre commerciale ou des conséquences de l'affaiblissement de l'ONU et de l'Otan. C'est donc sans doute ailleurs qu'il faut chercher les raisons de cet apparent paradoxe.

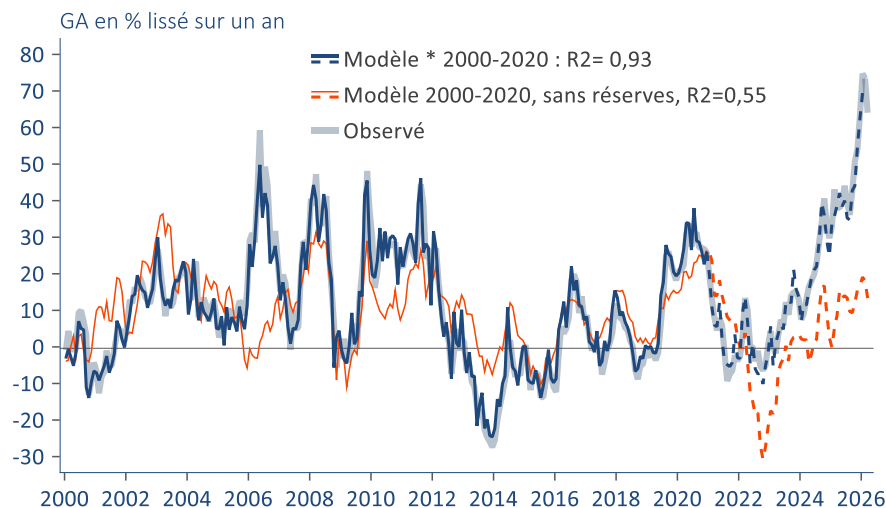
On se rappelle le coup d'éclat du 30 janvier, jour où les métaux précieux ont enregistré une chute historique, attribuée à la nomination par D. Trump du futur président de la Fed, en la personne de K. Warsh. Ex-gouverneur de l'institution, ce dernier avait la confiance des marchés. Avec ce choix, les craintes d'une politique monétaire partisane, potentiellement très négative au dollar, se sont dissipées. Le billet vert, première monnaie de réserve mondiale, moins menacé, l'appétit pour les actifs de substitution n'avait plus -ou moins- lieu d'être ; la devise américaine pouvait retrouver son statut de monnaie refuge, ce qu'elle fit avec brio dès le premier jour du conflit. C'est dans ce contexte qu'est intervenu, mardi et mercredi, le FOMC de la Fed dont les marchés retiendront deux points-clés : 1- J. Powell ne lâchera pas son poste avant la fin du procès qu'a ouvert D. Trump contre lui, ce qui pourrait le maintenir en place jusqu'au terme de son mandat, en janvier 2028 ! 2- La confiance affichée par J. Powell sur les perspectives américaines laisse bien peu de place aux anticipations de baisses des Fed Funds dans le contexte en présence. Le dollar a donc observé une nouvelle jambe de hausse, qui semble, à bien des égards, avoir précipité la baisse des cours de l'or le lendemain. Nous ne saurons que dans plusieurs semaines si ces mouvements se sont accompagnés de changements de pratique en matière de réserves des banques centrales. Mais c'est sur ce point que porte, *in fine*, l'analyse. Or, celle-ci est encore loin d'être écrite.

L'or une histoire de réserves, plus que de taux réels

Les interrogations autour des mouvements récents du métal précieux nous ont poussé à revenir sur ses déterminants. Nous retirons plusieurs enseignements de cette actualisation.

1- Particulièrement défaillant depuis 2022, notre modèle s'est sensiblement amélioré à partir du moment où nous y avons ajouté la part des réserves en or des banques centrales dans les réserves mondiales de changes, début 2025. Comme illustré par le graphique ci-dessous, nous parvenons, en effet, à expliquer 93 % des variations annuelles du quart de siècle écoulé des cours du métal précieux avec cette méthode.

COURS DE L'OR EN \$, ESTIMATIONS ET PROJECTIONS

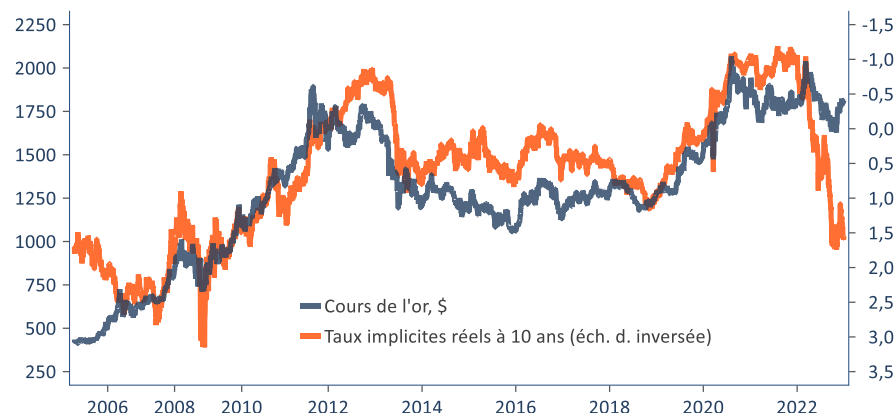


Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Sur la base des taux implicites réels américains à 10 ans, de l'indice \$ ICE, du VIX et de la part de l'or dans les réserves mondiales de changes

2- Cette nouvelle approche réduit, de facto, sensiblement la sensibilité statistique des cours de l'or à l'évolution des taux d'intérêt réels américains. Relativement fiable entre 2006 et 2021, la relation inverse entre les taux réels des Treasuries à long terme américains et l'évolution du métal précieux, a volé en éclats à partir de

2022 et, bien que ponctuellement encore vérifiable, sa pertinence s'est considérablement réduite. Possible fruit de la déformation induite par l'importance du bilan de la Fed sur la formation des taux et/ou de la réapparition brutale du risque géopolitique avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, **l'importance des taux réels dans la détermination des tendances du métal précieux est devenue assez largement désuète depuis le début de l'année dernière**, moment à partir duquel l'or a multiplié par deux sa valeur en un an environ.

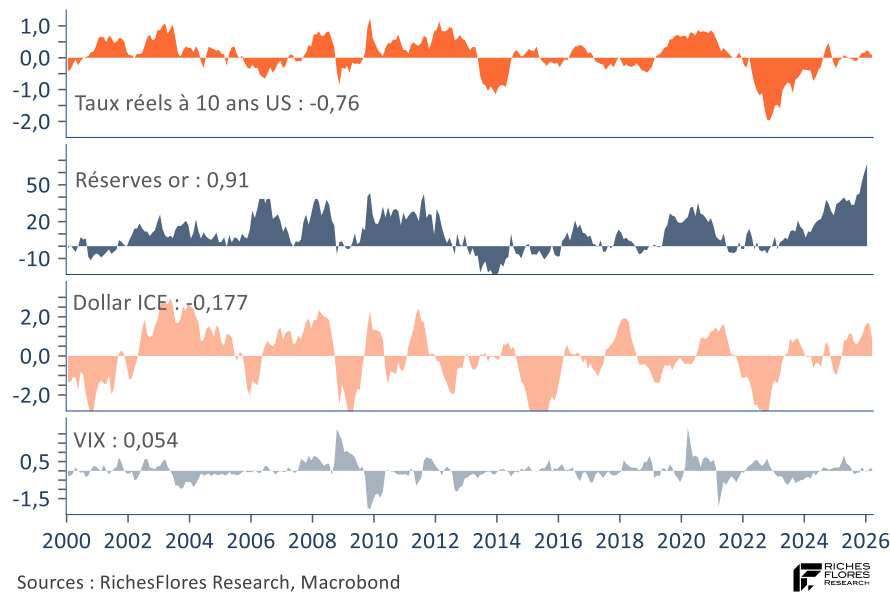
COURS DE L'OR ET TAUX RÉELS AMÉRICAINS - 2005-2022



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

3- Selon nos estimations mises à jour, **c'est en effet quasi-intégralement à l'évolution des réserves d'or que les cours du métal jaune doivent leur évolution depuis cette période**, laquelle coïncide, bien sûr, avec le retour de D. Trump à la Maison Blanche. Si la contribution du dollar n'est pas nulle, sa responsabilité n'a pas grand-chose de comparable. Quant aux autres arguments de notre régression, le VIX et les taux réels américains, leur responsabilité est négligeable depuis quinze mois (voir graphique page suivante).

CONTRIBUTION DES ARGUMENTS DU MODÈLE À L'ÉVOLUTION ANNUELLE DE L'OR DEPUIS 2000



Dit autrement, prétendre anticiper l'évolution des cours de l'or signifie aujourd'hui, être en mesure de prévoir l'évolution des réserves. Voilà qui complexifie largement l'exercice, tout particulièrement dans le contexte d'instabilité en présence.

Gare aux a priori

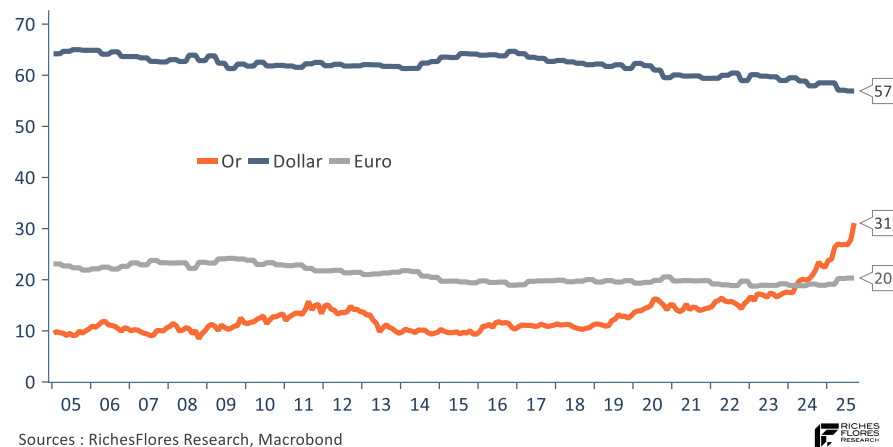
Le comportement des banques centrales dans la gestion de leurs réserves n'est pas des plus simples à anticiper. Ce dernier dépend, certes, en partie de choix d'allocation stratégique mais, surtout, de contraintes issues des évolutions des balances courantes et des impératifs commerciaux. Or, le contexte en présence n'est pas sans implications sur ces développements.

La crise économique plus ou moins grave susceptible de suivre la guerre en Iran, est largement en mesure d'interférer avec la volonté des grands détenteurs de réserves d'or quand, par ailleurs, la valorisation de ces dernières peut conduire bon nombre de décideurs à lorgner sur ce que pourrait représenter cette ressource dans un contexte de guerre, d'ores et déjà coûteuse.

- Paradoxalement, une fin rapide du conflit en cours, qui laisserait le champ à peu près libre à un retour du scénario de croissance mondiale qui prévalait avant le 28 février, pourrait être plus favorable aux cours de l'or qu'un scénario de crise prolongée.

- 1- La croissance des besoins en matières premières, y compris précieux, resterait importante, drainant dans son sillage une probabilité élevée de tensions durables sur les prix des matériaux dont les précieux pourraient encore tirer profit, grâce à leur double qualité d'input industriel et de réserve de valeur.
- 2- Les pays aux balances courantes structurellement excédentaires pourraient continuer à profiter de l'afflux de revenus pour poursuivre le rééquilibrage de leurs réserves que nombreux considèrent encore trop largement concentrées en dollars.
- 3- Enfin, le mouvement de dédollarisation aurait tout lieu de se poursuivre, voire de s'amplifier après l'épisode de ces dernières semaines.

PART DE L'OR, DU DOLLAR ET DE L'EURO DANS LES RÉSERVES MONDIALES DE CHANGES



- Un scénario plus sévère, qui verrait notamment les cours du pétrole durablement maintenus au-dessus de leurs niveaux présents, aurait potentiellement des conséquences économiques beaucoup plus marquées. Contrairement aux chiffrages proposés par la BCE ce jeudi, une telle issue s'accompagnerait d'une probabilité significative de récession mondiale, sur fond

tout à la fois d'inflation élevée et de vraisemblables tensions des taux de financement internationaux.

1. Une telle éventualité aurait des conséquences radicales sur les pays excédentaires, les plus dépendants de l'évolution de la demande mondiale, la Chine en particulier, active actrice de l'accumulation d'or dans la bataille qu'elle livre aux Etats-Unis sur les triples fronts économiques, monétaires et géostratégiques. Il est probable que sa capacité à poursuivre la restructuration de ses réserves en faveur de l'or soit, un temps, plus réduite, comme celle d'un certain nombre d'autres pays, traditionnellement, friands du métal jaune (Inde, Italie, Allemagne...).
2. Dans le cas extrême d'un conflit prolongé aux conséquences économiques tout aussi exceptionnelles, l'idée que certains pays puissent, sinon de passer à l'acte, du moins envisager la possibilité de monétiser une partie de leur stock d'or, pour financer une partie du coût de la guerre et de ses conséquences, pourrait finir par endiguer la confiance à l'égard du métal précieux.
3. Enfin, un tel scénario serait en capacité de réduire l'épargne mondiale, laquelle s'est largement tournée vers le métal précieux ces derniers mois.

Manquent à ces différents cas de figure la variable du taux de change du dollar, éminemment liée aujourd'hui aux perspectives du président de la Fed et de la prise de fonction de K. Warsh. L'arrivée rapprochée de ce dernier à sa tête dans une situation économique difficile, redeviendrait vraisemblablement un facteur de soutien au métal jaune.

Quoi qu'il en soit, on l'aura compris, ce qui précède inspire la prudence quant à la capacité de prédire l'évolution des cours de l'or et des précieux avant d'y voir plus clair sur les développements en cours en Iran et plus largement dans le Golfe. Si les fondamentaux en faveur des précieux restent assez largement solides, dans un contexte d'instabilité géopolitique chronique, les risques de correction d'ampleur sont, tout aussi conséquents à horizon conjoncturel.

Pour rappel, publications récentes

[HDV – 100\\$ le baril ? Plus de questions que de réponses](#), 13 mars

[HDV – Baisse, hausse des taux, QE ? Toutes les options sont sur la table](#), 6 mars

[HDV – le juste prix du rattrapage du CAC 40](#), 27 février

[HDV – Marchés émergents : de l'attraction aux risques, selon trois scénarios](#), 20 février

[HDV – Marchés émergents : de l'attraction aux risques, selon trois scénarios](#), 20 février

[HDV- Marchés en folie : l'or, toujours refuge et sinon ?](#), 13 février

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com