

L'OR ET LES ACTIFS FINANCIERS : PEUT-ON TROUVER DES VALEURS REFUGES DANS LES MARCHÉS BAISSIERS ?

Virginie Coudert & Hélène Raymond

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

La crise actuelle a renouvelé l'intérêt porté à l'or comme investissement porteur durant les périodes de crises. L'envolée du prix de l'or alors que les prix des actions s'effondraient en 2008 suggère un rôle de valeur refuge. Une valeur refuge peut être définie de façon générale comme un placement qui permet de préserver la richesse pendant les périodes de turbulences économiques et financières.

L'or semble constituer une valeur refuge pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'or fait figure d'un placement en dernier ressort en cas de tensions économiques, financières ou politiques. Cela peut s'expliquer par son rôle monétaire historique dans le cadre du système monétaire international. Ensuite, l'or est un actif liquide, coté en continu sur les marchés comptant et à terme et facile à échanger. C'est aussi un actif international, dont la valeur n'est pas tributaire de la conjoncture économique et politique d'un Etat particulier. Enfin, selon des articles récents de Baur et Lucey (2010) et Baur et McDermott (2010) l'or ne co-varie pas avec les actions lorsque les cours de celles-ci s'effondrent.

L'objet de notre travail est de préciser le rôle de l'or comme valeur refuge contre les moins values sur actions durant les récessions et les krachs boursiers. A la suite de Baur et Lucey (2010) et Baur et McDermott (2010), nous caractérisons les valeurs refuge par leurs corrélations négatives avec les actions durant les crises. Nous étendons leurs résultats dans trois directions.

Premièrement, nous identifions les périodes de crises par des méthodes exogènes. En ce qui concerne les récessions, nous reprenons les dates définies par les experts du NBER. Gorton et Rouwenhorst (2006) trouvent, en effet, que les contrats à terme sur matières premières surperforment les placements en actions pendant les récessions. Nous montrons que ce résultat est valable aussi en moyenne sur l'or. Pour ce qui concerne les périodes de baisse boursière, nous les datons en prolongeant sur la période récente les résultats de l'algorithme proposé par Pagan et Sossounov (2003). Deuxièmement, nous choisissons de modéliser la dynamique des rendements de l'or et des actions en tenant compte de la variabilité temporelle de leur covariance conditionnelle. Nous estimons ce modèle pour des données mensuelles sur l'or et divers rendements boursiers (France, Allemagne, RU, EU, G7) sur la période 1978:2-2009:1.

Troisièmement, nous testons l'existence de relations de long terme entre l'or et les actions et vérifions si elles peuvent être utilisées pour construire un portefeuille « couvert », qui résiste bien pendant les crises.

A court terme, nous trouvons que la corrélation entre l'or et les actions est proche de zéro durant les récessions ainsi que, globalement, durant les périodes de baisse boursière. Cela qualifie l'or comme valeur refuge au sens faible. Cette corrélation nulle implique une absence de mouvements avec les actions qui est une propriété intéressante pendant les crises. Mais une propriété plus intéressante serait d'avoir des corrélations significativement négatives, qui permettraient de qualifier l'or comme valeur refuge au sens fort. Cette propriété est vérifiée, durant les périodes de baisse boursière, vis-à-vis des actions américaines et des actions des marchés du G7 dans leur ensemble. Un examen plus approfondi révèle toutefois que ces résultats sont valables seulement en moyenne, sans tenir systématiquement durant toutes les périodes de crises, ni pour chaque pays. A long terme, nous détectons bien une relation inverse entre l'or et trois marchés d'actions (France, RU, EU) et la convergence vers cette relation s'accélère pendant les crises. Mais cette relation de long terme ne permet pas de construire, à partir d'or et d'actions, un portefeuille qui résiste durant toutes les crises. Au total, l'or apparaît comme un actif intéressant pour diversifier les portefeuilles initialement investis en actions ; il reste toutefois un investissement risqué, y compris en période de crise.

Classification J.E.L. : G01; G15; F30; F36

Mots clés : or; action; valeur refuge; portefeuille "couvert"; non-linéarité