

# Les valeurs refuges : mythe ou réalité ?



*Avec la crise de 2008 et la baisse prononcée des marchés boursiers depuis quelque temps, les investisseurs ont eu tendance à se tourner davantage vers des valeurs refuges, comme le montre la frénésie entourant les cours de l'or ces derniers mois. Il semble dès lors utile de se familiariser un peu plus avec ce concept de valeur refuge, avec un intérêt particulier pour l'or et son rôle dans l'histoire en tant que valeur d'échange.*

- L'investissement dans une valeur refuge résulte avant tout d'une volonté de protéger sa richesse.
- Les valeurs refuges les plus communément admises sont l'or et les métaux précieux, l'immobilier ou encore certaines devises étrangères.
- Le concept même de valeur refuge est toutefois soumis à contestation.

## Qualités attendues d'une valeur refuge

Le terme « valeur refuge » a été utilisé à maintes reprises pour qualifier tantôt certaines devises, tantôt des actifs tels que les matières premières ou l'immobilier. Cela rend son interprétation un peu floue et nous mène à nous poser la question suivante : globalement, quelles caractéristiques attend-on d'une valeur refuge ?

Une valeur refuge n'a pas pour vocation première de faire gagner de l'argent, mais sert avant tout à ne pas en perdre, en protégeant et en sauvegardant la richesse de son détenteur, à des périodes où les autres investissements voient leur valeur diminuer.

Pour attirer les investisseurs inquiets, une valeur refuge doit donc d'abord bénéficier d'un **niveau de risque minimal** et d'une **bonne liquidité**. Un actif est dit « liquide » lorsqu'on peut récupérer les sommes investies de manière rapide et à moindres frais.

Une valeur refuge ne garantit pas l'absence de perte, mais se doit d'être un placement moins exposé, le plus sûr en situation de crise ou d'incertitude. La valeur refuge doit permettre de **protéger le pouvoir d'achat** de son détenteur par le biais d'une volatilité faible et d'une sensibilité moins forte au climat global environnant.

## Principaux types de valeurs refuges

Les valeurs refuges sont généralement recherchées lorsque les perspectives d'avenir sont négatives, durant des périodes de turbulences économiques et financières. L'inflation galopante est par exemple un facteur important de ruée vers ce type d'actifs. De même, les crises et conflits géopolitiques génèrent des incertitudes qui amènent souvent les investisseurs à se sécuriser avec des valeurs refuges. Un tour d'horizon des valeurs refuges les plus communément admises s'impose.

### Les actifs physiques :

Investir dans des valeurs refuges consiste souvent à investir dans des **actifs physiques** tels que l'or, l'argent, les matières premières, l'immobilier ou l'art. La raison en est simple : lorsque les marchés baissent, les investisseurs préfèrent se tourner vers des actifs tangibles, qui possèdent une valeur intrinsèque. En effet, la valeur de la monnaie fiduciaire<sup>1</sup> ou d'une action est théoriquement susceptible de tomber à 0 (en cas d'hyperinflation pour la première, de faillite pour la seconde), mais un actif physique possèdera toujours une certaine valeur inhérente, indépendamment des conditions extérieures.

<sup>1</sup> Monnaie utilisée sous forme de pièces et de billets.

### Prenons l'exemple de l'or :

Contrairement aux actions, aux obligations ou aux billets, l'or est un métal, un bien physique qui rassure les investisseurs. L'or est un actif liquide, facile à échanger à travers le monde. C'est un actif international, ce qui implique que sa valeur n'est pas tributaire de la conjoncture économique ou politique d'un État particulier.

L'or est typiquement un investissement refuge : il n'offre ni intérêt, ni dividende, ni coupon. Il ne comporte pas de risque de fluctuation en fonction de la politique, du niveau de la dette ou des interventions d'une banque centrale.

L'or permet de se protéger contre l'inflation ou contre les variations de change. En effet, l'inflation, en dévaluant les monnaies, constitue une perte de pouvoir d'achat pour celles-ci. L'or, au contraire, n'est pas atteint par ce phénomène car il conserve toujours une valeur aux yeux des hommes. En dehors des spéculations, l'évolution de ses cours dépend uniquement de l'offre et de la demande.

Toutefois, il est utile de garder à l'esprit que ce qui fait la qualité de l'or constitue paradoxalement aussi son inconvénient : seule l'appréciation de son cours peut rapporter une plus-value à l'investisseur qui en possède. De façon générale, les revenus de l'or sont inférieurs à ceux des actions.

De plus, peut-on affirmer qu'un actif qui réagit selon l'offre et la demande est un placement sans risque ? Plusieurs études ont démontré que l'or et les actions étaient négativement corrélés en période de forte inflation ou d'agitation financière ou politique, une caractéristique qui fait de l'or une valeur refuge intéressante car ses cours sont généralement contra-cycliques. Cependant, comme il est apparu récemment, l'or ne peut pas monter indéfiniment. Il a même baissé de façon vertigineuse en quelques semaines (de 1921 dollars l'once le 6 septembre 2011 à 1534 dollars le 26 septembre 2011).

L'or n'est donc pas à l'abri de la spéculation, ce qui rend son prix volatile. Plus on l'achète à un prix élevé, à une période où la demande est forte, plus le risque de moins-value sera grand. De plus, il arrive un certain point où le besoin de liquidité des ménages et des fonds nécessite de vendre son or pour obtenir du *cash*, ce qui pourrait expliquer la dégringolade récente des cours de l'or.

De manière plus générale, quoi qu'il se passe sur les marchés, des **matières premières** physiques seront toujours demandées. Les métaux industriels, les métaux précieux et les produits énergétiques sont autant d'actifs réels qui sont consommés, ce qui les rend un peu plus sûrs à long terme. Les marchandises considérées comme les moins risquées sont celles qui possèdent une demande relativement constante ou une offre inélastique qui ne peut pas facilement s'étendre pour rencontrer une demande en augmentation (café et cacao par exemple).

Cependant, contrairement à l'or, de nombreuses autres matières premières sont fortement sensibles aux fluctuations de la croissance économique, notamment celles qui sont destinées à un usage industriel (cuivre, pétrole, charbon...).

**L'immobilier** aussi offre généralement refuge en période incertaine. Face à la baisse des marchés boursiers, de nombreuses personnes ont ainsi clamé qu'il fallait se tourner vers l'immobilier afin de garantir ses investissements et conserver son patrimoine.

Toutefois, si la baisse des marchés boursiers peut constituer à court terme un élément de soutien pour l'immobilier, il faut s'attendre à ce que ce marché n'échappe pas lui aussi à une correction des prix lorsqu'un ralentissement économique se confirme. En effet, le resserrement des conditions de crédit et les menaces sur le pouvoir d'achat peuvent faire baisser les prix.

En Belgique, le marché immobilier n'a pas connu de véritable crise, un ralentissement tout au plus. En effet, il est bien connu que les Belges ont une brique dans le ventre, une forte proportion d'entre eux (68 %<sup>2</sup>) étant propriétaires de leur logement. L'immobilier est donc une valeur sûre dans notre pays. Le système hypothécaire en application est également relativement sûr : le nombre de

mauvais payeurs parmi les détenteurs de crédits hypothécaires reste limité, signe que les banques n'octroient pas de crédits inconsidérés.

Cependant, les prix ne peuvent pas monter indéfiniment, et notre marché immobilier est d'ailleurs perçu comme surévalué à hauteur de 20 % selon des estimations du FMI et de l'OCDE. Enfin, si l'immobilier constitue un actif tangible, il n'est pas très liquide, et l'étroitesse du marché immobilier belge renforce cet état de fait<sup>3</sup>.

### Les devises :

Bien qu'elles restent prisonnières du système monétaire international, certaines **devises** peuvent également être considérées comme des valeurs refuges en temps de crise. Parmi les devises les plus régulièrement nommées, citons par exemple le franc suisse, le yen japonais ou le dollar.

On peut décrypter les qualités que doit posséder une devise pour jouer le rôle de valeur refuge auprès des investisseurs. Traditionnellement, pour constituer une valeur refuge, une monnaie nécessite une économie robuste, une politique monétaire historique relativement conservatrice et une base monétaire suffisamment liquide (plus un marché financier est liquide, plus il est aisé, rapide et économique d'y réaliser des transactions).

Un maître mot est la stabilité. Une stabilité exprimée généralement par un gouvernement sûr et des taux faibles. L'excédent budgétaire de certains pays, comme la Suisse, rassure les investisseurs car cela implique qu'il n'est pas nécessaire pour ces pays de financer leur économie en s'appuyant sur des créanciers extérieurs. Alors que la crise de la dette fait rage aux États-Unis et dans la zone euro, ce signe de robustesse d'une économie est particulièrement recherché.

Cependant, les banques centrales des pays sont généralement opposées à l'idée que leur monnaie soit considérée comme une valeur refuge. En effet, posséder une monnaie forte entrave les exportations du pays considéré<sup>4</sup>, ce qui sera néfaste pour le PIB. Or, si les investisseurs voient une valeur refuge dans une devise, la demande pour cette devise va augmenter et, à travers le mécanisme d'offre et de demande, ses cours vont monter. Et cela va diminuer encore les exportations. Les banques centrales ont alors intérêt à freiner le cours de leur devise pour éviter une escalade des taux de change qui leur serait préjudiciable.

Par exemple, devant l'augmentation problématique<sup>5</sup> de la valeur de sa monnaie ces derniers mois, la Banque nationale suisse a décidé à partir du 6 septembre 2011 de racheter massivement des euros afin de défendre un taux plancher de 1,20 franc pour un euro. Concrètement, chaque fois que le taux descend en dessous de 1,20 franc pour un euro (c'est-à-dire que la valeur du franc suisse par rapport à l'euro augmente), la Banque nationale suisse va vendre du franc suisse (l'offre de cette devise va augmenter, ce qui diminuera sa valeur) pour acheter de l'euro (la demande pour cette devise va augmenter, donc sa valeur aussi) afin de revenir au taux plancher.

Bien que le climat économique actuel reste morose aux États-Unis, le dollar US est lui aussi parfois cité comme une devise refuge. La raison tient à son statut de monnaie de réserve internationale, mais aussi au niveau élevé de liquidité et de la diversité des actifs financiers en dollars.

<sup>3</sup> Les placements dans des Sicafi, des sociétés d'investissement en immobilier cotées, sont aussi parfois perçues comme des valeurs refuges car leurs revenus sont stables, prévisibles et indexés. Toutefois, cet immobilier « papier » étant coté sur les marchés financiers, il n'est pas vraiment recherché lorsque les marchés baissent car les gens font peu la distinction entre Sicafi et autres actions en période de crise.

<sup>4</sup> Prenons un exemple simple : si une entreprise belge veut exporter un bien d'une valeur de 100 euros aux États-Unis, elle devra d'abord en convertir le prix en dollar. Si le taux de change est de 1 dollar pour 1 euro, la Belgique pourra vendre le bien à 100 dollars. Si maintenant l'euro est considéré comme une monnaie plus forte et prend de la valeur, les cours de l'euro vont augmenter, par exemple à un taux de 1,5 dollar pour 1 euro. Dans ce cas, le bien de 100 euros exporté aux États-Unis sera mis en vente à 150 dollars. À ce prix-là, les Américains seront moins tentés d'acheter le produit car il sera plus cher. Les exportations de la Belgique risquent donc de souffrir de l'augmentation du taux de change (on dit que le taux de change s'apprécie).

<sup>5</sup> Problématique cette augmentation met en difficulté les entreprises du pays sur les marchés internationaux.

### Les perdants :

Notons que ce virage vers les valeurs refuges en temps de crise occasionne évidemment des **perdants : les banques et assurances**. En effet, le détournement des investisseurs vers d'autres produits que les valeurs bancaires peut expliquer en partie la difficulté rencontrée par ces institutions pour se financer sur les marchés.

### **L'avis des spécialistes**

Nous avons sondé quelques gestionnaires de fonds et conseillers financiers afin de mieux nous rendre compte des valeurs refuges recherchées et conseillées en temps de crise.

L'or reste la valeur refuge par excellence. Il n'a pas de risque de contrepartie et il constitue une opportunité d'achat tant que les taux restent bas et que le manque de confiance persiste sur les marchés. La baisse récente des cours de l'or est perçue comme une correction saine après une forte hausse liée à l'explosion de la demande. De manière générale, les cours de l'or sont beaucoup moins susceptibles de chuter brutalement que les autres actifs financiers. Cependant, des achats massifs d'or pourraient théoriquement créer une bulle spéculative capable d'éclater à un moment, ce que rien dans l'absolu ne permet d'infirmier.

Les produits, titres et obligations en devises étrangères fortes (franc suisse, couronne norvégienne, *bund* allemand) sont également recherchés, le but étant de se diversifier dans d'autres monnaies. Ce sont souvent des valeurs refuges historiques, des devises issues de pays stables économiquement, avec une inflation basse et dont la crainte de faillite est faible.

L'immobilier sert aussi de valeur refuge, principalement la brique ou les terrains. En effet, un bien immobilier réel ne subit généralement pas de perte de valeur. Cependant, il s'agit d'un investissement conséquent, souvent réservé aux gros capitaux.

Enfin, les matières premières étant considérées comme fortement volatiles et liées à la stabilité économique, seuls les métaux précieux (or, argent, palladium) apparaissent aux yeux des personnes interrogées comme des valeurs refuges.

Toutefois, l'existence même du concept de valeur refuge est parfois contestée. Un intervenant nous rappelle ainsi ce qu'il est advenu des actions « bon père de famille » de Fortis en 2008. De plus, une valeur refuge implique une faible volatilité. Or des actifs présentés comme tels (l'or dernièrement, l'immobilier en Espagne) ont déjà fait état d'une forte volatilité.

### **Focus : l'or, valeur refuge historique**

Comme nous avons pu le constater, l'or fait généralement figure de valeur refuge en cas de tensions économiques, financières ou politiques. Cela peut s'expliquer par son rôle monétaire historique dans le cadre du système monétaire international. Un rappel du rôle joué par l'or au cours de notre histoire semble dès lors approprié et instructif.

### **À l'origine**

L'or fait office d'instrument de réserve de valeur et d'unité de compte depuis l'Antiquité. Ce ne fut pas un choix arbitraire : un instrument d'échange doit être durable afin de pouvoir être stocké, et cela doit être un bien de luxe, de telle sorte qu'il y aura toujours une demande pour un tel bien. Le luxe implique la rareté et une grande valeur unitaire, ce qui facilite son transport. L'or reprend toutes ces caractéristiques : il est rare, durable, facilement identifiable et bénéficie d'une forte valeur due à sa beauté, sa densité ou encore sa facilité à le refondre. Cela lui a permis de s'imposer en tant qu'étalon monétaire<sup>6</sup> au cours de l'histoire.

Pendant des siècles, les échanges commerciaux intérieurs et internationaux se sont réglés en

<sup>6</sup> Valeur ou métal servant d'unité monétaire

métaux précieux (sous forme de pièces de monnaie principalement), l'or et l'argent coexistant comme instruments monétaires. Les billets de banque sont progressivement venus les rejoindre au cours des XII<sup>e</sup> et XIII<sup>e</sup> siècles, servant de modalité de détention des deux métaux. Ainsi, les banques centrales devaient détenir une réserve d'or et d'argent capable de couvrir les billets émis.

## De 1870 à 1914

À la fin des années 1870, la plupart des grands pays décidèrent de limiter l'étalon monétaire à l'or et firent de **l'étalon-or** le premier véritable système monétaire international.

Concrètement, dans ce système, l'unité monétaire était définie par référence à l'or : c'est la parité-or. Chaque pays membre définissait, de façon permanente, sa monnaie par rapport à un certain poids d'or. Chaque monnaie nationale était librement convertible en or et, pour garantir cette convertibilité, la quantité de monnaie émise par la banque centrale était strictement limitée par ses réserves d'or. Ainsi, toute émission de monnaie se faisait avec une contrepartie et une garantie d'échange en or. Les taux de change étaient stables entre pays participants et correspondaient au rapport entre les poids d'or respectifs : il s'agissait d'un régime de taux de change fixes.

Ce système possédait plusieurs qualités. Premièrement, l'étalon-or permettait de garder une relative stabilité dans les cours des monnaies, en les protégeant de l'inflation. En effet, la politique monétaire était contrainte par le stock d'or mondial, limitant ainsi la croissance de la masse monétaire et, par conséquent, l'inflation. Cependant, l'offre d'or évoluant indépendamment des besoins monétaires internationaux, rien ne garantissait un niveau de liquidité suffisant au financement des transactions internationales.

L'étalon-or permettait également de conserver l'équilibre extérieur des différentes nations, par un mécanisme d'ajustement automatique (connu sous le nom de « mécanisme de Hume »<sup>7</sup>). En effet, un déficit commercial (c'est-à-dire une balance des paiements négative) se traduisait pour un État par des sorties d'or au bénéfice de ses partenaires commerciaux. La création monétaire étant liée à la quantité d'or possédée par la banque centrale, cette réduction d'or diminuait d'une même proportion la quantité de monnaie en circulation. En résultait une baisse des prix augmentant la compétitivité du pays et ses exportations, ce qui aidait au rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements.

Remarquons que, pour que ces mécanismes puissent fonctionner pleinement, une coopération internationale entre les banques centrales était requise. Une véritable volonté internationale de faire tenir le système était nécessaire, car accepter la stabilisation des taux de change nécessitait une discipline stricte et des politiques parfois contreproductives pour l'économie nationale.

Le système de l'étalon-or ne surviva cependant pas à la crise économique et financière qui éclata à la suite de la Première Guerre mondiale. Plusieurs pays décidèrent de financer leurs dépenses de guerre en imprimant plus de monnaie qu'ils ne possédaient de contrepartie en or. Dès lors, la convertibilité en or de leur monnaie (la parité-or) fut suspendue.

## De 1914 à 1945

Après la Première Guerre mondiale, les pays essayèrent de revenir à l'étalon-or en rétablissant la convertibilité de leur monnaie en or. Cependant, de nombreux pays abandonnèrent cette parité avec l'arrivée de la crise de 1929 et de la Grande Dépression. Quitter ce système leur octroyait la possibilité de stimuler l'économie en desserrant la contrainte monétaire et en dévaluant leur monnaie<sup>8</sup> afin d'augmenter leurs exportations.

<sup>7</sup> Hume croyait que le bien-être d'un pays ne dépendait pas de son stock d'or mais de sa capacité productive. Supposons qu'un pays acquière un nouveau stock d'or mais ne soit pas particulièrement productif. Il va devoir dépenser son or pour acheter des biens issus de pays qui sont productifs. L'or sort du pays, en raison du déficit de la balance des paiements et cela continuera jusqu'à ce que le stock d'or revienne à son niveau initial.

<sup>8</sup> Dévaluer la monnaie d'un pays consiste à déprécier son taux de change, ce qui rend les exportations plus

Les spirales déflationnistes qui en découlèrent firent plonger les revenus nationaux et provoquèrent un déclin global du commerce international. Les échanges commerciaux devinrent alors limités à des échanges entre zones ou pays utilisant la même monnaie.

## De 1945 à 1971

À la fin de la Deuxième Guerre mondiale, les pays ressentirent le besoin de retrouver la stabilité monétaire. Le retour à l'étalon-or n'était pas possible concrètement car les États-Unis détenaient à ce moment-là 70 % des réserves mondiales d'or. Seule la parité-or du dollar restait crédible. Les **accords de Bretton Woods** vont alors mettre en place un système d'étalon change-or : la valeur du dollar US est directement indexée sur l'or (à 35 dollars par once), tandis que les autres monnaies sont indexées sur le dollar.

Les réserves des banques centrales devaient ainsi être constituées de devises et non plus d'or. Le gouvernement américain garantissait la valeur du dollar, mais n'était pas obligé d'avoir une contrepartie en or aux dollars émis.

Le bon fonctionnement de ce système reposait donc sur la capacité des États-Unis à défendre la parité-or du dollar, ce qui nécessitait de leur part une discipline monétaire stricte. De façon contradictoire, la monnaie américaine servant en même temps de monnaie internationale, les États-Unis se devaient également d'alimenter le monde en liquidités pour soutenir la croissance mondiale et empêcher la déflation. Cela entraîna des déficits permanents de leur balance extérieure et le stock d'or américain finit par devenir inférieur au stock de dollars détenus par les non-Américains. Dès lors, la capacité des États-Unis à garantir la valeur du dollar par rapport à l'or fut remise en question.

## De 1971 à nos jours

En 1971, les États-Unis abandonnent l'étalon-or : la fin de la convertibilité du dollar en or est annoncée. Le système monétaire international passe majoritairement à un **régime de change flottant** : il n'existe plus d'étalon monétaire international auquel chaque devise pourra faire référence. La valeur des monnaies et leur taux de change ne sont donc plus fixés par accords bilatéraux ou collectifs entre États mais sont déterminés par l'équilibre entre l'offre et la demande. Les cours des monnaies varient de jour en jour sur les marchés des changes, en s'appréciant ou en se dépréciant.

## Quid de l'or ?

De nombreuses banques centrales possèdent toujours des montants significatifs d'or dans leur trésorerie pour assurer leur viabilité financière. On estime qu'elles détiennent un peu moins de 20 % de la part mondiale des stocks d'or, contre 50 % il y a 50 ans.

L'or sert maintenant de réserve de précaution face aux actions des banques centrales et des États, de placement liquide, et de stockage de valeur. En effet, il s'agit d'une matière première internationalement reconnue sur laquelle on ne peut légiférer, les pays ne peuvent donc pas avoir d'emprise sur elle par leurs décisions.

## Conclusion : Existe-t-il encore une valeur refuge absolue ?

Les qualités attachées aux valeurs refuges en font des actifs recherchés en temps de crise. Cependant, l'étendue du concept et son application à différents actifs ou devises impliquent de le prendre avec précaution. En effet, les valeurs refuges peuvent différer selon les situations et les événements. Des actifs physiques tels que les matières premières peuvent considérablement fluctuer lors de certaines périodes de crise. Dans le même ordre d'idée, une intervention des banques centrales sur leur monnaie est susceptible de remettre en question le caractère de valeur refuge de

---

compétitives (l'effet de la dévaluation équivalant à une baisse des prix).

ces devises.

Dès lors, le concept de valeur refuge est-il encore réaliste, utilisable ? La baisse brutale qui a touché l'or, pourtant considéré comme la valeur refuge par excellence, remet en doute cette notion. Simple correction des marchés ou bulle spéculative sur l'or ? Nul ne peut se prononcer avec certitude, mais aucun placement n'apparaît à l'heure actuelle sans risque.

En définitive, une valeur refuge est-elle immuable ? Ou ne faudrait-il pas plutôt replacer ce concept dans une logique de diversification de portefeuille ?

*Arnaud Marchand  
Décembre 2011*



**CULTURE**  
ÉDUCATION PERMANENTE

Le Réseau Financement Alternatif est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financement Alternatif pour développer et promouvoir la finance éthique et solidaire.

