

Feu l'or de la Banque d'Angleterre

Ou le parfait exemple de ce qu'il ne faut pas faire

C'est un bien beau bâtiment du cœur de la City, le célèbre quartier d'affaires de la capitale britannique. Son adresse fleure bon les vieux quartiers : Threadneedle Street, ce qui lui vaut le surnom familial d'« Old Lady of Threadneedle Street » – littéralement : « la Vieille dame de la rue du Chas de l'Aiguille ». Agée de plus de 300 ans, la Banque d'Angleterre vit actuellement ce qui ressemble fort à une gestion désastreuse de son stock d'or. Retour sur des décisions qui mériteraient, s'il existait, l'Oscar du plus mauvais investissement aurifère !

Cet or qui a coûté si cher aux Britanniques

C'est avec de l'or anglais que les empereurs de Russie et d'Autriche payèrent les troupes qui furent anéanties par Napoléon Bonaparte le 2 décembre 1805, à Austerlitz. Premier ministre de Sa Gracieuse Majesté et commanditaire de l'opération, William Pitt n'y surviva pas. Mais si l'Empire britannique et ses alliés se rattrapèrent à Waterloo, la victoire n'est plus aujourd'hui au rendez-vous. Ces trente dernières années, l'or de la Banque d'Angleterre (Bank of England, BoE) a connu une impressionnante série de revers.

Selon les statistiques compilées par le Conseil mondial de l'Or, c'est en 1950 que les salles fortes de la BoE ont contenu le plus de lingots : plus de 2.500 tonnes. En 1965, on en est toujours à 2.000 tonnes, puis c'est la dégringolade : à partir de 1971, le bas de laine de la Vieille dame fait grise mine, la barre des 700 tonnes constituant la limite supérieure. Qu'est-il donc arrivé à l'or des Anglais ?

Pour le comprendre, un peu d'histoire. A partir de 1944, le régime international des changes issu des accords de Bretton Woods : les autres devises sont alors convertibles en dollars US, lui-même étant convertible en or au cours fixe de 35 dollars l'once. Bref, les parités des devises mondiales étaient fixes par rapport au dollar et *in fine* par rapport à l'or. On parle donc de régime de l'étalon-dollar, qui se distingue de l'étalon-or par le rôle d'intermédiaire obligé qu'y jouent les 35 billets verts.

Pratiquement, le marché de l'or existe toujours, mais l'once d'or vaut *forcément* 35\$. Parmi leurs missions que leur confère Bretton Woods, les banques centrales doivent assurer la fixité des changes nationaux en intervenant sur les marchés des changes et/ou de l'or. Les excédents courants engendraient donc un afflux de devises et/ou d'or vers le pays excédentaire, et inversement.

Quand Bretton Woods explose en plein vol

Un tel système est tenable tant que les Etats-Unis, dont la monnaie nationale est aussi devise de réserve internationale, présentent durablement une balance des paiements courants (biens & services + capitaux) équilibrée. Mais voilà : dès le début des années 60, la balance des capitaux est déséquilibrée, et l'excédent commercial se réduit à toute vitesse. En plus, certains partenaires commerciaux invoquent leur droit à percevoir leurs excédents non en dollars US, mais en or, telle la France du général de Gaulle. Alors même que les interventions sur le marché de l'or visant à maintenir l'once d'or à 35\$ consomment déjà d'importantes des quantités de métal.

La machine infernale s'emballe et en 1970, les Etats-Unis enregistrent simultanément des déficits commerciaux et des capitaux : c'est leur premier déficit de la balance des paiements du XXème siècle ! Les stocks d'or US fondent de plus en plus vite : de 22.000 tonnes en 1948, la Fed ne détient plus que 10.500 tonnes en 1969. Aux importations nettes de biens et services se rajoutent les importations nettes et croissantes de capitaux qui alimentent, par

exemple, la dette qu’accumule l’Etat fédéral pour financer la guerre du Viêt-Nam. Avant même le premier choc pétrolier – consécutif à la guerre du Kippour, en octobre 1973 –, l’inflation « fait » ses dents.

L’or perdu de l’Angleterre, acte premier, scène 1

Quelque part, le président américain Richard Nixon en prend acte quand il décide unilatéralement, le 15 août 1971, de geler prix et salaires pendant 90 jours, de surtaxer les importations de 10% et... de « suspendre » la convertibilité internationale du dollar en or. Suspension qui deviendra rapidement définitive.

S’ensuit une période troublée sur le marché des changes. Pour le Trésor britannique, elle présente tous les accents d’une tragédie en deux actes. En voici le premier : dans une vaine et coûteuse tentative, le gouvernement du conservateur Edward Heath – dont le Ministre de l’Education n’était autre que Margaret Thatcher – essaie de contrer la réévaluation de l’or et de défendre le sterling, jetant dans la bataille les lingots de sa banque. Cuisante défaite : non seulement le sac à main de la Vieille dame s’allège de la bagatelle de 500 tonnes d’or en un an – le stock britannique passe de 1.200 tonnes en 1970 à 690 tonnes en 1971 –, mais le cours de l’or est encore loin des sommets de 1980. Heath a vendu l’or de la BoE à un bien mauvais moment. En 1973, les changes fixes ont définitivement vécu et les monnaies fluctuent les unes par rapport aux autres.

Après ce premier carnage, le stock de métal jaune britannique demeurera inférieur à 700 tonnes, seules deux exceptions étant à signaler : 1977, avec 710 tonnes, et 1998, avec 715 tonnes. C’est ainsi que tableau se présente au soir du premier acte.

Acte II, scène 1 : comment perdre de l’argent en vendant de l’or

En 1997, le Parti travailliste emmené par Tony Blair remporte les élections législatives. Dix ans plus tard, Tony Blair est toujours Premier

ministre. Durant toute cette période, le poste de « chancelier de l’Echiquier » – expression délicieusement surannée désignant le ministre des Finances britannique – sera occupé par l’Ecossois Gordon Brown. Un record de longévité pour un tel poste !

Mais l’Ecossois ne semble plus être ce qu’il était : deux ans après sa prise de fonction, Brown organise des ventes d’or, car comme aux Etats-Unis, le stock d’or anglais relève du Trésor, et non de la banque centrale. Selon le Conseil mondial de l’Or, *« le Royaume-Uni a vendu 395 tonnes d’or par l’intermédiaire de ventes aux enchères intervenant tous les deux mois entre juillet 1999 et mars 2002, réduisant ainsi ses réserves à 314 tonnes »*.

De surcroît, le Trésor a cru bon d’annoncer à l’avance les dates et les quantités d’or qu’il offrirait à la vente, dans un souci affiché de *« transparence et de flexibilité »*. D’habitude, ce genre d’opération se règle par des placements privés, réalisés au cours du jour, qui ne sont annoncés qu’après-coup. Les modalités retenues par le gouvernement Blair ont permis au marché de l’or d’anticiper tranquillement une arrivée massive de métal. Que croyez-vous qu’il arrivât ? Les cours, qui étaient déjà faibles, ne tardèrent pas chuter à des plus bas de 20 ans juste après la première vente... Et Brown vendit l’or anglais au plus bas prix possible.

Même le Conseil mondial de l’Or s’est permis de critiquer les modalités des cessions, du jamais vu ! Il est imité en cela par de nombreux professionnels de l’or comme Ross Norman, spécialiste des métaux précieux et directeur de TheBullionDesk.com : *« ses motivations étaient politiques, mais l’opération a été menée de manière incroyablement stupide, juste au moment où le marché se retournait »*. Et juste avant que la demande d’or d’investissement ne connaisse une authentique envolée. Stupide du point de vue du vendeur, mais pas de celui des acheteurs.

Bref : la Banque d’Angleterre a trouvé le moyen de conserver ses 700 tonnes d’or pendant presque trente ans... pour en vendre plus de la moitié au pire moment. Certes, la

BoE n'est pas la seule banque centrale à avoir cédé de l'or depuis 1970. Mais il ne fait aucun doute que ses opérations sont les moins profitables de toutes !

Acte II, scène 2 : décompte des pertes résultant de la scène 1

D'après les documents disponibles sur le site du Trésor de Sa Majesté, le but de ces ventes était de réduire l'exposition à l'or des réserves de changes britanniques, « *fut-ce au prix de pertes* ». Pour se rassurer, le Trésor indique que les Etats belge, néerlandais et suisse font de même. Il oublie d'indiquer que les plus gros détenteurs d'or au monde – Etats-Unis, Allemagne, Italie, France –, eux, ne vendent pas.

L'objectif affiché est atteint : avant la cession, l'or représentait 44% des réserves de changes du Royaume-Uni ; après, seulement 20%. Un objectif officieux était sans doute d'accompagner le lancement de la monnaie unique sur le continent, même s'il n'était pas nécessaire de vendre de l'or pour acheter de l'euro. Pour ce faire, le Trésor pouvait aussi vendre des dollars, mais il ne l'a pas fait.

Bilan financier de l'opération : le Trésor a vendu son or au cours moyen de 275\$ l'once. Il en a retiré 3,5 milliards de dollars qu'il a placés à 40% en dollars US, 40% en euros et 20% en yens.

Aujourd'hui, l'or cote 650\$, ce qui représenterait produit de cession de... 8,25 milliards de dollars. Côté changes, le yen et le dollar ont baissé contre la livre, et l'euro a un peu monté. Oui, le Trésor britannique a réduit son exposition au « risque or ». A supposer qu'il existe, car nulle part il n'est clairement décrit. Je ne vois pas vraiment en quoi il consiste, surtout relativement au risque de changes. Apparemment, le Trésor non plus, et cela ne l'intéresse guère : il a atteint un objectif improbable à un prix absolument délirant, et il en est heureux. Bravo ! Dans un rapport d'octobre 2002, le Trésor s'auto-félicite de cette brillante opération « *qui a réduit le risque de valeur de 30%* ». Vite, une médaille et un défilé de Horse Guards !

Alors que Tony Blair a annoncé son retrait pour le 27 juin 2007 et présenté Gordon Brown comme son dauphin, vous vous doutez que cette scène est largement commentée dans les milieux conservateurs. Seuls des esprits chagrins auraient la cruauté de rappeler que la scène précédente fut interprétée par l'un des leurs.

Acte II, scène 3 : y aurait-il plus que victimes que prévu ?

Aujourd'hui, la Banque d'Angleterre n'aurait en caisse qu'un peu plus de 300 tonnes d'or. Par rapport aux 30.800 tonnes détenues officiellement par les banques centrales et les institutions internationales, c'est peu. Relativement aux 11.700 tonnes des 13 membres de la zone euro, l'or anglais ne pèse guère plus.

Et encore, cela suppose que 310 tonnes d'or soient effectivement présentes dans les coffres de la Banque d'Angleterre. Sylvain Mathon vous a récemment présenté dans ces colonnes le « *gold carry trade* », cette pratique que j'apparente à de la cavalerie financière et qui consiste, pour une banque centrale, à prêter de l'or en contrepartie d'un taux d'intérêt ridicule. En vertu d'un principe que l'on pourrait énoncer ainsi : « *puisque l'or ne rapporte rien et que son stockage coûte, autant en vendre un peu et acheter des obligations d'Etat. Elles, au moins, rapportent des coupons* ».

C'est avec ce raisonnement que Nicolas Sarkozy, alors ministre des Finances, a initié en 2004 les premières ventes d'or de la Banque de France depuis les années 60. Même si Simone Wapler rappelle ces dernières années, la hausse de la valeur de l'once d'or est supérieure aux rendements obligataires en euros comme en dollars... Mais là encore, passons : il y a plus croustillant un peu plus loin.

Des inquiétudes du « rapport Cheuvreux » à celles de Peter Hambro

Selon les meilleures sources disponibles, toutes officieuses, entre le tiers et la moitié des 30.800 tonnes officielles ont été prêtées. C'est beaucoup d'autant qu'officiellement, le taux de prêt est quasi-nul. « *Cet or a été prêté aux bullion banks et leurs contreparties, et a déjà été vendu sous forme de bijoux* », écrivait Paul Mylchreest, analyste pour le courtier londonien Crédit Agricole Cheuvreux, dans une note de recherche de janvier 2006. Ce « rapport Cheuvreux » marque un tournant important : c'est la première fois qu'un analyste d'une grande banque réputée pour son sérieux fait si longuement écho à ces thèses.

Plus récemment, un praticien chevronné du marché de l'or a fait entendre sa voix : il s'agit de Peter Hambro, qui fut directeur général adjoint de Mocatta & Goldsmid, le plus ancien des intervenants du marché de l'or de Londres. Il dirige aujourd'hui Peter Hambro Mining Plc, une société minière à bas coûts qui extrait de l'or du sous-sol russe.

Cité dans un article du très conservateur Daily Telegraph paru le 17 avril 2007, Hambro s'interroge sur ce qui reste effectivement dans les coffres de la Banque d'Angleterre : « *le risque réel, c'est que le Trésor ait prêté tout l'or qui restait. Il est très important de savoir si les prêts d'or de la BoE sont intervenus sur des bases solides* », déclare Hambro au journal. Comprenez : est-il possible que les débiteurs de Vieille dame ne lui rendent pas ses lingots ?

Les conséquences désagréables des prêts de métal jaune

Ce n'est pas une hypothèse fantaisiste. Schématiquement, la *bullion bank* (Goldman Sachs, JP Morgan, Deutsche Bank...) à qui un prêt en or est consenti à mettons 300 \$ l'once, prend possession des lingots et les vend. Puis elle place la somme de manière à en retirer un rendement supérieur au coût du prêt. Ce n'est pas bien difficile : aujourd'hui, le « *gold lease rate* » est de... 0,20% l'an. Par le passé, il lui est arrivé de grimper à 1%.

Un taux si faible n'incite pas à prendre des risques : la plus sûre des obligations d'État surperforme largement le « *gold lease rate* ». Mais voilà : si entre le moment où le prêt est consenti et celui où il doit être remboursé, l'once d'or grimpe à 650\$, que se passe-t-il ? C'est simple : c'est de l'or physique que la banque centrale a prêté, c'est donc ce qui doit lui être retourné.

A ce moment-là, si l'on est une *bullion bank*, on prie pour que le gérant des sommes en question ait réalisé des performances au moins égales à celle de l'once d'or. Si l'on est un fonds de couverture, on prie pour ne pas être trop exposé à cet authentique « risque or ». *A priori*, une grosse banque comme Goldman Sachs aura moins de mal à se remettre d'une éventuelle moins-value sur l'or qu'un obscur *hedge fund* domicilié au Delaware ou dans une île des Caraïbes.

Et si l'on est une banque centrale, on prie pour peu tout cela, ainsi que pour l'absence d'un risque systémique lié à d'éventuels défauts de paiements en cascade. Le banquier central peut aussi planquer le problème sous le tapis : il lui suffit de ne pas demander le remboursement de l'or, mais de reconduire le prêt. Son manque à gagner est énorme, mais le système bancaire s'en porte bien mieux.

Épilogue : « vous n'auriez pas vu 300 tonnes d'or, par hasard ? »

Vous m'objecterez avec raison : « *les fonds de couverture ne sont pas idiots, même les plus risqués ont pris soin de couvrir leur position avec des dérivés* ». Bien vu. Mais pour se couvrir correctement, il faudrait avoir une idée précise du risque en question. C'est-à-dire savoir combien d'or est effectivement présent dans les salles fortes, et combien a été prêté. Nous en revenons donc à l'interrogation de Peter Hambro.

Curieusement, les bilans des banques centrales occidentales comptabilisent, sur la même ligne, l'or physique & les créances en or. Et de par la loi, par exemple, les coffres de la Banque d'Angleterre ne sont pas auditables. Ce ne sont pas les seuls : la Fed américaine, la

Bundesbank et la Banque de France sont logées à la même enseigne. Hum. J'ai comme dans l'idée que la sous-évaluation générale des risques que nous connaissons aujourd'hui n'a pas épargné l'or, d'autant que les données chiffrées manquent.

D'après le Telegraph qui lui a rapporté les propos de Peter Hambro avant de mettre sous presse, le Trésor britannique a déclaré qu'il allait examiner... s'il avait prêté l'or qu'il proclame détenir. Et depuis lors ? Rien. Faut-il si longtemps pour compter des lingots de 400 onces 'troy' (12,5 kilogrammes) ? M'est avis que non, sauf bien sûr s'il difficile de mettre la main dessus.

PS de dernière minute : le gouvernement Blair semble vouloir faire une « moyenne à la hausse » sur ses ventes d'or. La preuve : un forum bien informé (voir ci-dessous) rapporte que dans son commentaire de marché daté du 15 juin 2007, le courtier américain en or Blanchard & Co écrit que « *la Banque d'Angleterre a mis à jour ses réserves de changes pour le mois de mai, et selon les statistiques tenues par le FMI, la BoE a vendu 210.000 onces ou 6,53 tonnes d'or en mai. La BoE n'avait pas annoncé de ventes programmées et n'a pas commenté cette opération* ». A moins que Tony Blair n'ait voulu atteindre un compte rond puisqu'avec cette opération, il dépasse la barre des 400 tonnes...

Pour aller plus loin

Le rapport CA Cheuvreux (janvier 2006, 55 pages), note de recherche en anglais :

<http://www.gata.org/CheuvreuxGoldReport.pdf>

Le forum des Hard Investors :

<http://000999.forumactif.com/>