

THÈME DU MOIS

L'or bat tous les records



PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

Le récent rebond des prix de l'or est plus qu'une simple tendance du marché ; il indique selon nous le début d'une transition progressive d'un système monétaire international centré sur les États-Unis à un système plus multipolaire.

L'or gagne du terrain en tant que source de diversification structurelle du portefeuille et nous pensons que les cours pourraient atteindre 5 000 dollars l'once d'ici la fin de 2028. Les facteurs favorables aux prix de l'or incluent la demande structurelle de diversification des investisseurs internationaux, les incertitudes géopolitiques et la diversification des réserves des banques centrales en période de faiblesse du dollar

RÉDACTEURS

LORENZO PORTELLI

RESPONSABLE DE LA
RECHERCHE CROSS ASSET,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

LAURA FIOROT

RESPONSABLE
INVESTMENT INSIGHTS ET
CLIENT DIVISION,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

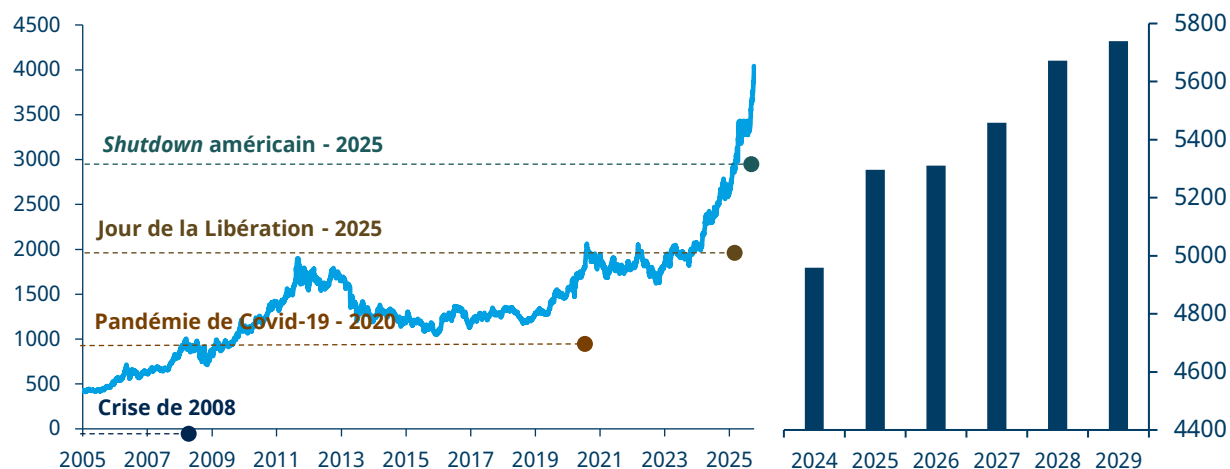
JEAN-BAPTISTE BERTHON

STRATÉGISTE SENIOR,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

L'or a atteint de multiples records en 2025, passant récemment le cap des 4 000 dollars et grimpant de plus de 20 % depuis mi-août. Selon nous, les facteurs cycliques et structurels contribuent à cette croissance : l'imprévisibilité croissante des environnements macroéconomiques et géopolitiques, les changements démographiques, la demande structurellement plus forte des banques centrales (BC), les anticipations de baisse des taux de la Fed et la faiblesse du dollar sont autant de facteurs de soutien, auxquels s'est ajouté plus récemment, l'incertitude politique accrue causée par le « shutdown » américain.

En ce qui concerne l'avenir, la question clé reste de savoir *jusqu'où ce rebond peut aller*. Si la valorisation de l'or reste complexe, nos modèles (qui intègrent à la fois les fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques tels que l'inflation, les bilans des banques centrales et les rendements des emprunts d'État) suggèrent qu'il existe un potentiel de hausse supplémentaire, bien que limité à court terme.

Pour 2026, notre prévision pour l'or est de 4 200 dollars l'once. Sur un horizon de trois ans, nous pensons que le prix de l'or a encore une marge de progression pour atteindre 5 000 dollars l'once en 2028 en raison d'un changement structurel de la demande pour ce métal par les investisseurs et les banques centrales.

Records historiques de l'or au cours de deux décennies d'incertitude (USD/once)
Prévisions de la demande d'or mondiale (tonnes)


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 9 octobre 2025. Données du World Gold Council au 13 octobre 2025.

Ces dernières années, la demande croissante de diversification a été le principal moteur de l'attrait de l'or. Depuis 2022, les banques centrales cherchent à diversifier leurs monnaies de réserve, ce qui a finalement soutenu le rebond de l'or. Bien que le rythme rapide des achats d'or ait semblé ralentir en première partie d'année, la tendance générale reste à l'accumulation.

Au total, les achats nets des banques centrales au premier semestre 2025 ont atteint 415 tonnes, soit une baisse de 21 % par rapport au premier semestre 2024. Les données du World Gold Council montrent qu'au cours de l'été, les banques centrales ont continué à constituer leurs réserves d'or, même si l'activité globale reste inférieure aux niveaux observés en début d'année. Néanmoins, la tendance à l'accumulation s'est poursuivie, sept banques centrales ayant fait état d'une augmentation de leurs avoirs en or en août, tandis qu'une seule a enregistré une baisse.

Au-delà des banques centrales, l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels et particuliers a également alimenté la récente flambée des prix de l'or. Les risques géopolitiques accrus ont renforcé la prise de conscience de la nécessité de gérer les portefeuilles dans un monde où la probabilité de chocs inflationnistes et de matières premières (comme ceux observés en 2022) est plus élevée. Le risque croissant de scénarios stagflationnistes, c'est-à-dire de situations où la corrélation traditionnelle entre actions et obligations se décompose, a entraîné une réévaluation de l'allocation d'actifs stratégique (AAS) traditionnelle.

Les investisseurs intègrent de plus en plus les actifs réels, en particulier les matières premières, dans leurs portefeuilles afin d'améliorer la diversification et la résilience ; par conséquent, l'or gagne du terrain en tant que source de diversification structurelle des portefeuilles. En outre, l'érosion de la confiance dans la dette souveraine pousse les investisseurs vers l'or, les récentes politiques budgétaires caractérisées par une hausse des déficits et une trajectoire explosive de la dette remettant en cause le statut de valeur refuge traditionnel des emprunts d'État, tels que les bons du Trésor américain.

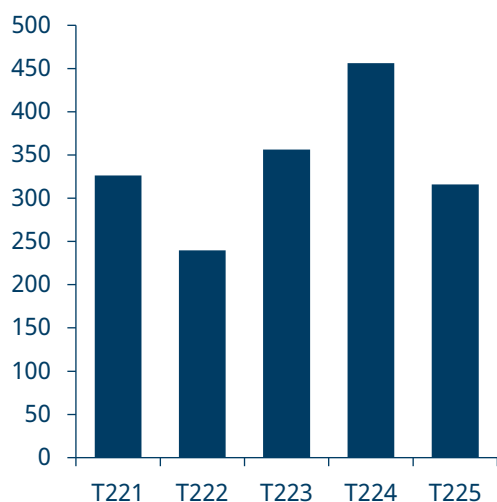
Les évolutions démographiques influent également sur la demande d'or, car les jeunes générations, avec des préférences d'investissement différentes et une plus grande affinité pour les actifs non traditionnels et les plateformes numériques, sont plus susceptibles de soutenir l'augmentation des achats d'or.

- Sous l'effet de cette hausse de la demande, les ETF aurifères adossés à des actifs physiques ont enregistré leur plus forte collecte mensuelle en septembre 2025, avec à la clé le trimestre le plus solide jamais enregistré, à 26 milliards de dollars américains. La tendance à l'accumulation dans les ETF aurifères semble bien soutenue, malgré la hausse des prix, avec une base plus diversifiée au niveau régional. Selon nous, cette tendance devrait se poursuivre, car l'allocation à l'or reste très faible.

Bien que les achats d'or des banques centrales aient ralenti ces derniers temps, d'autres achats sont encore possibles, notamment en provenance de pays émergents comme l'Inde et la Chine.

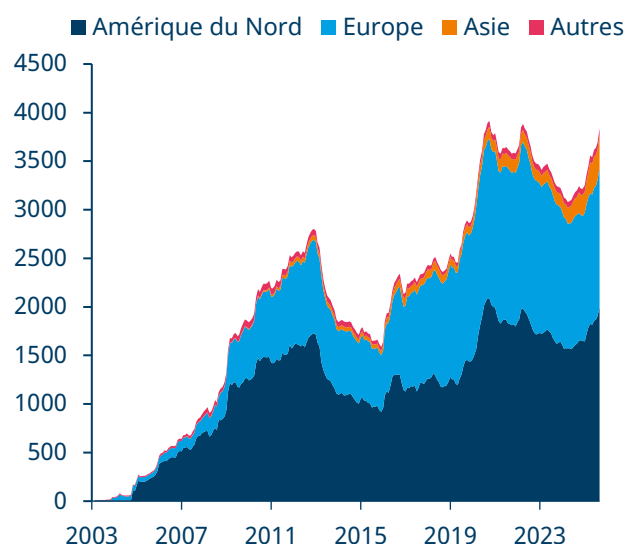
Les incertitudes macroéconomiques et géopolitiques, les inquiétudes budgétaires et l'évolution du comportement des investisseurs suscitent un regain d'intérêt pour l'or, ce qui renforce le rôle du métal dans l'allocation d'actifs stratégique.

Achats nets annuels d'or par les banques centrales mondiales (tonnes)



Source : Amundi Investment Institute, CBO. Données au 1er juillet 2025.

Positions mensuelles des ETF sur l'or (tonnes)



Source : Amundi Investment Institute, CBO. Données au 1er juillet 2025.

Au cours des 25 dernières années, l'or a connu des phases distinctes qui ont poussé son cours à la hausse. Le premier changement majeur a suivi la crise financière mondiale de 2009, les banques centrales ayant fondamentalement modifié leur pensée en matière de politique monétaire en introduisant des outils non conventionnels tels que l'assouplissement quantitatif. Dans le même temps, les banques centrales du monde entier sont passées du statut de vendeurs structurels à celui d'acheteurs d'or.

La crise de la dette européenne, l'expansion des bilans des banques centrales et la faiblesse persistante des taux d'intérêt nominaux et réels ont renforcé le statut de l'or en tant qu'actif de réserve de dernier recours pour gérer l'incertitude financière. Ce thème reflationniste est resté fort même pendant la pandémie de COVID-19.

Guerre Russie-Ukraine : un coup de fouet géopolitique pour l'or

L'année 2022 a marqué un tournant pour l'or. Le déclenchement de la guerre en Ukraine et l'accélération du rééquilibrage des pouvoirs entre les différentes régions ont provoqué une envolée de la demande d'or, notamment de la part des banques centrales asiatiques. Ces institutions ont cherché à diversifier leurs réserves au détriment du dollar américain sur fond d'inquiétudes quant à la stabilité et à la neutralité des actifs libellés en dollar.

Le gel d'une part importante des réserves de la Russie en USD et en EUR, ainsi que son exclusion du système financier dirigé par l'Occident (y compris SWIFT), ont mis en évidence les risques politiques liés aux actifs en dollars. En immobilisant plus de 300 milliards de dollars de réserves de change russes, les sanctions occidentales ont envoyé un message clair : les actifs libellés en dollars sont vulnérables aux pressions géopolitiques.

Entre 2022 et 2024, les achats nets d'or des banques centrales ont plus que doublé, dépassant les 1 000 tonnes sur une base annuelle. Cette envolée a été principalement portée par les banques centrales d'Asie, notamment celles de Chine, d'Inde et du Japon, ainsi que par les marchés émergents de manière plus générale.

Malgré le resserrement des politiques monétaires à l'échelle mondiale (caractérisé par la hausse des taux d'intérêt et la réduction des bilans des banques centrales visant à contenir l'inflation), la demande d'or est restée soutenue. Cette résilience a conduit à une déconnexion entre les taux d'intérêt réels mondiaux et les cours de l'or, ce dernier conservant son attrait en tant que valeur refuge.

Ce rebond du prix de l'or est plus qu'une simple tendance du marché ; il indique, selon nous, le début d'une transition progressive d'un système monétaire international centré sur les États-Unis à un système plus multipolaire – un réalignement structurel de la gestion des réserves.

« Ce changement dans l'allocation des réserves des banques centrales pourrait bien représenter une première étape d'un pivot mondial à long terme du pouvoir monétaire. »

~+50 %

Avec une performance de plus de 50 % en cumul annuel, l'or devrait connaître sa meilleure année depuis 1979.

26 Md\$

Les flux des ETF aurifères adossés à des actifs physiques mondiaux au T3 2025 signent le plus solide jamais enregistré.

~20 %

Part actuelle de l'or dans les réserves mondiales des banques centrales, contre environ 10 % en 2020.

~ 2 %

Nous estimons que les investisseurs détiennent environ 2 % d'or dans leurs portefeuilles et qu'il reste une marge de progression.

~60 %

Environ 60 % de la demande mondiale d'or provient de l'investissement (40 %) et des banques centrales (20 %), le reste de la demande venant de la joaillerie et de la technologie.

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, World Gold Council.

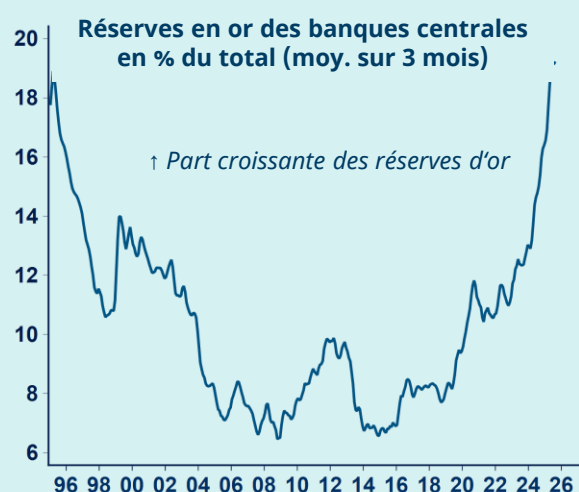
Réserves d'or des banques centrales : où en sommes-nous ?

Sept moteurs de l'allocation à l'or des banques centrales

- 1. Stabilité économique et taille** : hausse de la détention d'or en période de ralentissement macroéconomique
- 2. Risque d'inflation et de change** : l'or comme couverture contre l'inflation et la dévaluation des devises
- 3. Diversification des réserves** : diversification des actifs
- 4. Facteurs culturels** : raisons historiques et politiques
- 5. Incertitude mondiale** : les crises géopolitiques ou financières stimulent la demande d'or
- 6. Risque de dépréciation de l'USD** : la crainte d'une dépréciation du dollar pourrait pousser les achats d'or
- 7. Volatilité du prix de l'or** : La volatilité élevée pourrait freiner les achats d'or

« Les achats d'or par les banques centrales ont été motivés par le risque d'inflation, l'incertitude géopolitique et les besoins de diversification, en particulier en période de faiblesse du dollar. La plupart des banques centrales ont déjà fait leur choix, avec en tête la Chine et certains pays asiatiques. La réallocation vers l'or se poursuit, mais le rythme ralentit. »

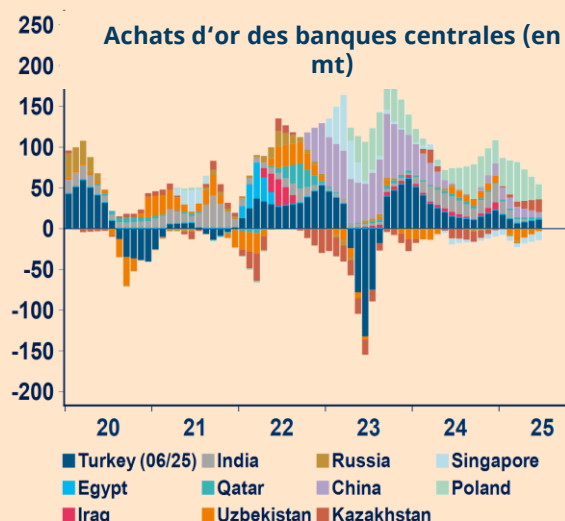
Re-pondération impressionnante de l'or



D'un point de vue historique, les réserves d'or ont augmenté de manière significative en 2024-2025, en raison à la fois de la hausse des achats et de l'appréciation du prix de l'or.

Source : Amundi Investment Institute à partir de Bloomberg, Macrobond, Datastream. Données au 7 octobre 2025.

...concentrée jusqu'à présent sur une douzaine de pays



Les achats d'or des banques centrales se concentraient jusqu'à présent sur quelques acteurs clés, mais de nouveaux acteurs apparaissent.

Source : Amundi Investment Institute à partir de Bloomberg, Macrobond, Datastream. Données au 7 octobre 2025.