

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Qu'est-ce qui explique la progression aussi rapide du prix de l'or?

Par Marc-Antoine Dumont, économiste senior

- ▶ Depuis le début de l'année, le prix de l'or a augmenté de près de 30 %, dépassant même la barre des 5 500 \$ US l'once pour la première fois de l'histoire, avant de tomber de plus de 15 %. Au moment d'écrire ces lignes, il s'établit à 5 000 \$ US l'once. Toutefois, au-delà de cette récente envolée et correction, il est légitime de s'interroger sur les raisons qui expliquent pourquoi le métal jaune évolue à des niveaux aussi exceptionnellement élevés. Deux facteurs se distinguent : les achats massifs des banques centrales ainsi que la situation économique et politique aux États-Unis.
- ▶ Dans les faits, ces deux éléments contribuent à faire augmenter rapidement le prix de l'or. Lorsqu'on y ajoute des épisodes de tensions aiguës comme ceux liés aux tarifs de réciprocité, à l'Iran, au Venezuela ou encore au Groenland, on assiste à de brusques hausses ponctuelles. Enfin, la forte performance de l'or attire aussi de plus en plus de spéculateurs qui amplifient sa progression et l'exposent à un risque accru d'une importante correction.

Les achats des banques centrales : le plancher sous le prix de l'or

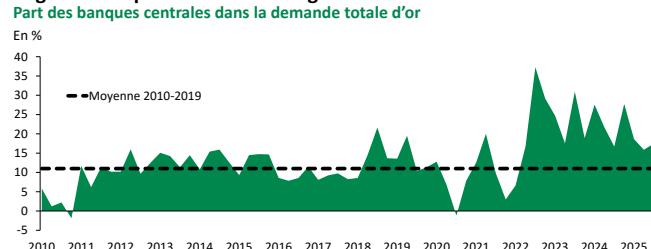
Il n'est pas nouveau que des banques centrales accumulent de l'or dans leurs réserves. Il s'agit une pratique courante visant à diversifier les actifs et à équilibrer le profil de risque de leur bilan. Toutefois, le rythme auquel elles achètent de l'or depuis quelques années est largement supérieur aux normes historiques de la dernière décennie. La part des banques centrales dans la demande totale d'or est ainsi passée d'environ 11 % entre 2010 et 2019 à 17 % au troisième trimestre de 2025 (graphique 1). À son sommet, à l'été 2022, celles-ci représentaient 37 % de la demande mondiale. Il est à noter que les banques centrales ont d'ailleurs réaccéléré leurs achats en seconde moitié de 2025, mais l'investissement de portefeuille occupe désormais une part plus grande. Cela sera abordé dans la prochaine section.

L'élément déclencheur de ce changement de dynamique du côté des banques centrales a été la guerre en Ukraine, qui a mis en évidence deux constats majeurs pour l'économie mondiale. D'abord, un conflit de grande ampleur demeure possible sur le continent européen. Ensuite, les États-Unis ont démontré la portée et la puissance du dollar comme arme politique et économique. Rappelons que la Russie a été exclue du système financier mondial. Il n'est donc pas surprenant que les banques

Graphique 1

La part des banques centrales dans la demande d'or a grandement augmenté depuis le début de la guerre en Ukraine

Part des banques centrales dans la demande totale d'or



Gold Hub et Desjardins, Études économiques

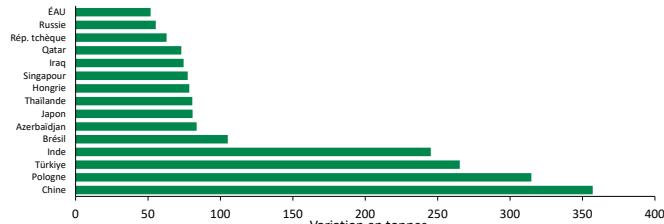
centrales qui ont le plus accru leurs réserves d'or depuis 2022 soient celles qui craignent un conflit ou d'éventuelles sanctions américaines (graphique 2 à la page 2). La Chine arrive d'ailleurs en tête avec une augmentation de 357 tonnes.

À la lumière des événements survenus en janvier, cette tendance ne semble pas près de s'inverser. Le prix de l'or devrait ainsi continuer de bénéficier de la demande soutenue des banques centrales, ce qui contribue à ancrer son prix à un niveau élevé.

Graphique 2

Les banques centrales ayant le plus accru leurs réserves d'or depuis 2022 sont celles qui craignent un conflit ou d'éventuelles sanctions américaines

Top 15 des plus fortes variations des réserves en or de janv. 2022 à nov. 2025



ÉAU : Émirats arabes unis

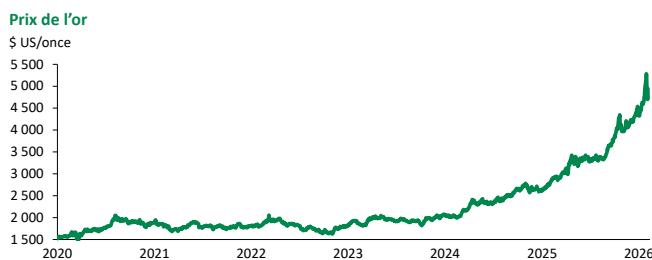
Gold Hub et Desjardins, Études économiques

L'imprévisibilité des États-Unis

Bien que plusieurs facteurs soutiennent déjà la progression du prix de l'or, notamment les baisses de taux d'intérêt avant le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, sa véritable envolée s'est produite en 2025. Au cours de cette seule année, le cours du métal jaune est passé de 2 625 \$ US l'once le 1^{er} janvier à 4 322 \$ US le 31 décembre, soit un gain de 1 697 \$ US ou de 65 % (graphique 3).

Graphique 3

La véritable envolée du prix de l'or s'est produite en 2025



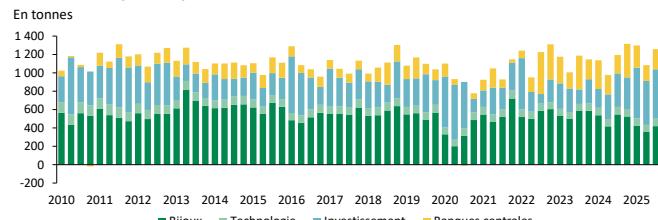
Datastream et Desjardins, Études économiques

Peu importe l'angle sous lequel on analyse la situation aux États-Unis, la volatilité des marchés financiers, l'imprévisibilité de l'administration Trump en matière de politiques commerciales, de politiques intérieures et d'interventions militaires, ainsi que le remodelage de l'ordre mondial et des chaînes d'approvisionnement ont incité de nombreux investisseurs à revoir la composition de leur portefeuille. La part de l'investissement dans la demande totale d'or est ainsi passée de 26 % au dernier trimestre de 2024 à 42 % au troisième trimestre de 2025 (graphique 4). Les flux vers les fonds négociés en bourse (ETF) confirment d'ailleurs une accélération des achats d'or au dernier trimestre, particulièrement en Europe.

Graphique 4

L'investissement occupe une part plus grande dans la demande en 2025

Demande d'or par composante



Gold Hub et Desjardins, Études économiques

Si les propos tenus par le premier ministre Mark Carney à Davos, évoquant la rupture de l'ordre mondial tel qu'on le connaît, se confirmaient, un retour en arrière serait improbable. Les actions de l'administration américaine auraient alors durablement transformé le comportement des investisseurs, qui chercheraient davantage à se prémunir contre ces risques. À cela s'ajoutent la dépréciation du dollar américain et l'affaiblissement de son rôle traditionnel de valeur refuge. Dans ce contexte, l'or s'imposerait comme l'un des derniers actifs de confiance. Toutefois, seul le temps nous dira à quel degré les dommages géopolitiques observés depuis un an sont irréversibles.

Pour le moment, le début de 2026 laisse envisager un contexte géopolitique qui restera tendu, ce qui suggère un niveau de prix élevé pour l'or au cours des prochains mois. Néanmoins, la nomination de Kevin Warsh comme nouveau dirigeant de la Réserve fédérale américaine semble avoir apaisé les inquiétudes des marchés. C'est d'ailleurs cela qui explique en partie le repli du prix de l'or.

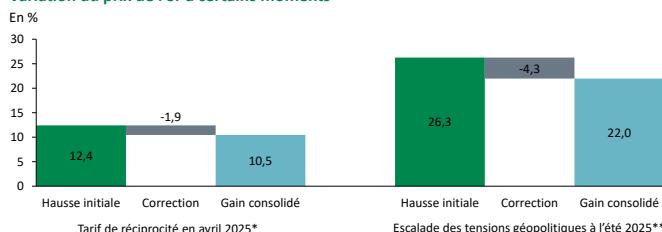
Lors des pointes de tension, le prix de l'or explose et conserve ses gains

Bien qu'il y ait eu plusieurs hausses marquées du prix de l'or en 2025, deux épisodes se sont distingués par leur ampleur. Le premier est lié à l'annonce des tarifs de réciprocité en avril alors que le prix de l'or a bondi de 12,4 % entre le 7 et le 23 avril 2025 (graphique 5 à la page 3). Cette progression a été suivie d'une courte correction, puis le cours s'est stabilisé en conservant un gain de 10,5 %.

Graphique 5

Le cours de l'or a tendance à conserver la majorité de ses gains après une forte hausse

Variation du prix de l'or à certains moments



Datastream et Desjardins, Études économiques

Le second épisode a débuté en août alors que les tensions entre la Chine et les États-Unis se sont brusquement intensifiées, malgré l'accord commercial conclu peu de temps auparavant. La discorde portait sur les terres rares tandis que la Chine envisageait de restreindre ses exportations et que les États-Unis menaçaient d'imposer de nouveaux tarifs de 100 %. À cela s'est ajoutée la plus longue impasse budgétaire de l'histoire du gouvernement fédéral américain. Une fois la poussière retombée, le prix de l'or a consolidé un gain de 22,0 % entre le 18 août et le 21 novembre 2025.

L'élément central à retenir de ces différents épisodes est que le prix de l'or tend à préserver une part de ses gains à la suite de fortes hausses. Certes, certaines périodes de correction ayant suivi des événements haussiers ont parfois effacé l'ensemble des gains directement liés aux tensions géopolitiques, comme lors des frappes américaines en Iran, où le cours a brièvement bondi avant de revenir à son niveau initial. Cela dit, même dans ces cas, l'or a généralement repris sa trajectoire ascendante par la suite. Ces observations suggèrent que, malgré la correction observée la semaine dernière à la suite du bond fulgurant provoqué par l'intervention américaine au Venezuela, la dispute autour du Groenland, les tensions en Iran, les inquiétudes entourant la Fed et les discours tenus à Davos, le métal jaune devrait probablement conserver une part de ses gains récents et reprendre une tendance ascendante.

L'or n'est pas immunisé contre la spéculation

L'or s'est longtemps distingué des autres actifs financiers par sa nature tangible. Contrairement aux obligations gouvernementales, il est possible de détenir physiquement des lingots ou des pièces du métal jaune. Toutefois, cette fondation de sa valeur refuge évolue et, dans une certaine mesure, s'effrite. Au fil du temps, de nouvelles façons de détenir de l'or se sont ajoutées, comme des certificats garantissant un avoir en or, des parts de fonds négociés en bourse (ETF) qui détiennent ou répliquent sa valeur et, plus récemment, des cryptomonnaies adossées à l'or. Le Tether représente d'ailleurs le principal acteur

de ce système de Bretton Woods réinventé. Via son jeton Tether Gold, l'entreprise promet une parité avec de l'or physique, qu'elle est tenue de conserver comme contrepartie dans ses coffres.

Or, ces instruments contribuent à une financiarisation accrue du marché de l'or et en facilitent la spéculation. Certaines banques recommandent désormais aux particuliers d'en inclure dans leur portefeuille. Avec cette spéculation viennent toutefois des effets pervers et un risque accru de correction majeure. Ce ne serait pas une première alors que la forte inflation des années 1980 avait poussé l'or à des sommets historiques avant que son cours ne s'effondre (graphique 6).

Graphique 6

Le prix de l'or a déjà connu une période de forte spéculation dans les années 1980

Prix de l'or

\$ US/once

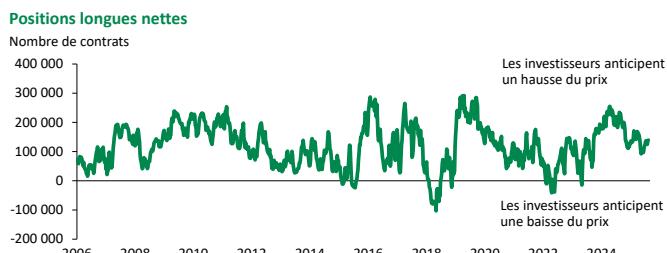


Datastream et Desjardins, Études économiques

Ainsi, la progression du prix de l'or observée au cours des derniers mois, bien que soutenue par des facteurs fondamentaux, s'est aussi appuyée sur une composante spéculative qui a amplifié les gains. Toutefois, les investisseurs semblent désormais prendre leurs profits, le prix ayant récemment reculé de plus de 15 %, effaçant la majorité des hausses enregistrées en janvier. La question demeure toutefois de savoir s'il s'agit de la correction majeure ou s'il y aura plutôt un rebond dans les prochaines semaines. Les positions longues nettes, soit la différence entre les investisseurs misant sur une hausse plutôt que sur une baisse, restent à des niveaux historiquement élevés et poursuivent leur croissance (graphique 7 à la page 4). Ce comportement suggère que les prix pourraient remonter.

Graphique 7

Les investisseurs demeurent positionnés pour une hausse du prix de l'or


Bloomberg et Desjardins, Études économiques
Peu importe le niveau du prix de l'or, celui-ci devrait augmenter en 2026

La volatilité actuelle du marché rend difficile toute prévision précise quant au niveau auquel l'or terminera l'année. Néanmoins, les achats des banques centrales, combinés à l'imprévisibilité persistante des États-Unis, exercent une pression haussière constante sur son cours. De plus, il est probable que d'autres périodes de fortes tensions surviennent au cours des prochains mois, qu'il s'agisse de conflits armés, d'une nouvelle ronde de mesures tarifaires ou encore des élections américaines de mi-mandat. Certains de ces événements imprévisibles feront vraisemblablement bondir le prix du métal jaune.

Certes, la forte spéculation présentement observée pourrait provoquer une nouvelle correction si les investisseurs perdent durablement confiance en l'or, mais à court terme, d'autres événements viendront probablement soutenir le prix et entraîner de nouveaux rebonds. Nous tablons par conséquent sur un prix de fin d'année de 5 200 \$ US l'once, mais il faut reconnaître qu'il y a beaucoup d'incertitude entourant cette prévision.

À moyen terme, deux scénarios se dessinent : soit le contexte géopolitique international et la situation aux États-Unis commencent à se stabiliser, soit les marchés s'acclimateront simplement à cette nouvelle réalité. Dans les deux cas, la progression du cours devrait ralentir, voire s'inverser, d'autant plus que la production minière est appelée à s'accroître.