



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Commodities : L'or dans les « starting blocks » ?

1^{er} août 2012

Focus : Plus de mesures non conventionnelles favorables aux cours de l'or

Points clés:

- Draghi relance l'intérêt pour l'or physique
- QE européen et QE3 aux USA ?
- Demande ETF en or physique toujours en hausse
- L'or des gouvernements européens comme collatéral, une solution à explorer
- Renversement de tendance sur le dollar

Une action conjointe décisive des banques centrales pourrait renverser la tendance sur l'or et relancer une hausse vers 1900 USD.

Draghi relancera-t-il durablement l'intérêt des investisseurs pour l'or physique ?

L'or a retrouvé quelque peu les faveurs des investisseurs depuis que le président de la Banque centrale européenne a affirmé être déterminé à faire tout ce qui était en son pouvoir pour préserver l'euro. Les investisseurs ont ainsi compris qu'il allait sans doute prochainement relancer un programme de rachat de dettes de pays européens en difficulté et tenter ainsi de mettre un terme à la faiblesse de l'euro. Les cours de l'or ont réagi favorablement et sont repassés au-dessus de la barre des 1600 USD l'once.

Une petite hausse de +2% sans grande signification pour l'instant, témoignant des fortes incertitudes qui subsistent quant aux véritables intentions de la BCE - qui se réunit le jeudi 2 août, juste après la réunion de la Réserve fédérale américaine.

Les taux d'intérêt des dettes italiennes et espagnoles ont aussi réagi positivement à cette prise de position initiale, comme les marchés actions d'ailleurs désormais davantage enclins à espérer une action plus significative de la BCE.

Alors que les Etats-Unis ont déjà depuis longtemps trouvé le mécanisme adéquat, l'Europe peine à apporter des solutions pragmatiques et efficaces à long terme. La dernière réunion des dirigeants de l'union des 28 et 29 juin avaient pourtant laissé des raisons suffisantes d'espérer une action décisive de la BCE. La baisse de taux avait déjà été un premier geste attendu mais évidemment très largement insuffisant.

Les moyens d'action à disposition du MES restent insuffisants et l'Europe peine à trouver le remède miracle à sa crise de financement. **Octroyer une licence bancaire au MES permettrait sans doute d'améliorer sa capacité d'action en lui permettant de se financer directement auprès de la BCE.** L'orthodoxie de la BCE l'empêchait jusqu'alors de vouloir considérer cette stratégie comme une option possible sans que cette décision ne la mette en porte à faux avec ses statuts. La BCE annoncera peut-être un changement d'attitude justifié par la nécessité de la situation actuelle. Quoi qu'il en soit, les pressions montent pour une action plus décisive. Même le Fonds monétaire international (FMI) a incité la BCE à la créativité en suggérant la mise en œuvre de mesures non conventionnelles, seules capables de calmer les spéculations et les angoisses irrationnelles des investisseurs.

La BCE, par l'entremise des déclarations de son président, est donc parvenue à rassurer les marchés à court terme. Mais les attentes sont à nouveau présentes et M. Draghi va devoir convaincre avec des mesures concrètes en annonçant peut-être un changement de cap en octroyant une licence bancaire au MES.

Une telle décision constituerait certainement un pas décisif dans la mise en œuvre à plus grande échelle d'une stratégie similaire à celle appliquée par les Etats-Unis et la Réserve Fédérale américaine.

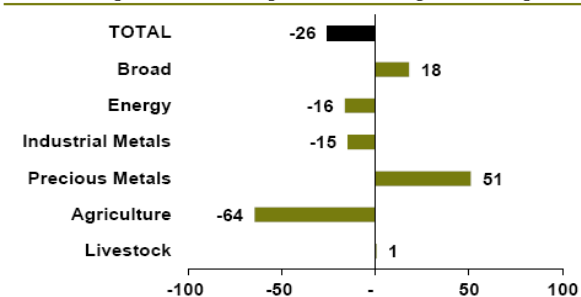
Cette nouvelle forme de QE à l'Européenne viendrait renforcer les mesures prises par les Etats-Unis, le Royaume-Uni et par d'autres banques centrales. Outre un effet positif sur les marchés financiers, elle relancerait les perspectives de hausse pour l'or.

Hausse de la demande d'ETF en or physique

Elément intéressant en cette semaine précédant les réunions des banques centrales américaines et européennes, l'or physique et les métaux précieux au sens large ont été les seules matières premières à recevoir les faveurs des investisseurs cette semaine.

Selon les chiffres publiés par ETF Securities, tous les secteurs à l'exception des métaux précieux ont subi quelques dégagements ou prises de profits pendant cette période.

Weekly Flows by Sector (US\$m)

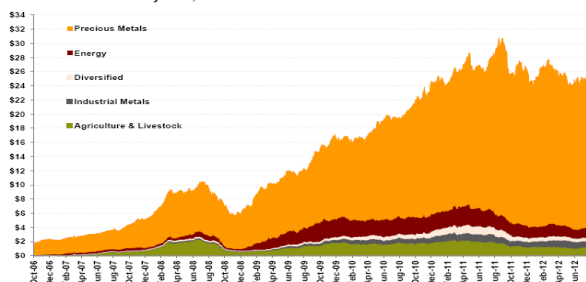


Source: ETF Securities

Après une hausse historique, les produits agricoles subissaient en effet quelques prises de profits (-64mios). On observait ainsi une réallocation sectorielle sur les métaux précieux. Les statistiques toujours relativement mixtes aux Etats-Unis ont aussi contribué à l'anticipation de nouvelles mesures de soutien et d'un nouveau QE3. Certaines banques centrales continuent par ailleurs d'acquérir de l'or physique pour diversifier leurs réserves, comme la banque centrale russe qui a encore acheté pour plus de 6 tonnes d'or en juin. La valeur des ETF métaux précieux avait atteint son sommet en août 2011. Après une année de consolidation, la totalité des actifs détenus s'établissait à 21.3 milliards de dollars après la hausse de 53 millions cette semaine.

ETF Securities Asset Under Management (US\$b)

From October 2006 to July 2012, in billions USD

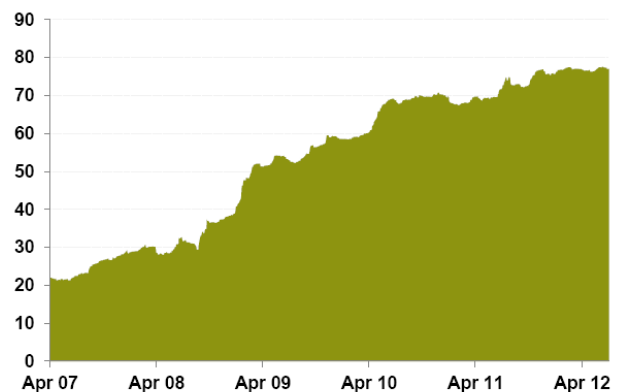


Source: ETF Securities

Exprimée en once d'or, la demande a pourtant presque constamment progressé comme le montre le graphique ci-après. L'image est similaire pour les ETF sur l'argent dont les positions sont restées relativement stables à environ 550 millions d'onces.

Gold Global ETP Holdings (mn oz)

Daily Data, From 25 Apr 07 to 27 Jul 2012



Sources: ETF Securities, Bloomberg

Ce sont donc essentiellement les baisses de cours qui ont affecté l'évolution de la valeur globale des actifs détenus dans des ETF métaux précieux qui ne subissent donc pas de diminution d'intérêt de la part des investisseurs malgré la correction des cours enregistrée entre 1900 USD et 1600 USD l'once depuis quelques trimestres.

Réserves d'or des banques centrales

Les réserves d'or des banques centrales se montaient au 30 juin 2012 à 31'347 tonnes. Les Etats-Unis détiennent la plus grande partie de ces réserves avec 8'133.5 tonnes. L'Allemagne avec 3'396 tonnes précède l'Italie (2'451t.) et la France (2'435t.). Le fonds monétaire international (FMI) dispose de réserves importantes (2'814t.), mais la Chine (1'054t.) étonne en ne détenant pas plus d'or que la Suisse (1'040t.).

Globalement, l'Europe détient environ 10'780 tonnes d'or sans compter les réserves de la BCE (502.1 tonnes) ce qui en fait en réalité le plus grand détenteur d'or physique.

Exprimées en pourcentage des réserves nationales, les Etats-Unis, l'Allemagne, l'Italie et la France détiennent plus de 70% de leurs réserves en or physique.

La Suisse a vu sa proportion très sensiblement chuter en raison de sa politique de soutien au taux de change, les achats massifs d'euro ont en effet gonflé

ses réserves de devises et réduit la proportion d'or à seulement 16.2%.

La plupart des pays ont donc largement la capacité d'augmenter leurs réserves en renforçant leur proportion d'or physique au cours des prochaines années. Mais l'impact que quelques pays seulement - comme la Chine (1.6%), la Russie (8.9%), le Brésil (0.5%), le Qatar (2.6%), l'Arabie Saoudite (2.7%) ou le Canada (0.2%) - pourrait produire sur les cours en modifiant leur allocation en se portant plus systématiquement acheteurs d'or physique (par souci de diversification) serait sans doute déjà très significatif.

Utiliser l'or des gouvernements européens pour garantir de nouveaux emprunts obligataires ?

Au moment où les gouvernements européens cherchent à concilier leurs objectifs de croissance avec la nécessité de maintenir des programmes d'austérité même assouplis, quelques réflexions se sont portées sur la meilleure manière possible d'utiliser les réserves d'or détenues par les banques centrales européennes.

Les réserves d'or en Europe se montent effectivement à plus de 10'780 tonnes dont une part non négligeable est aussi détenue par l'Italie (2'451t.), le Portugal (382t.) et l'Espagne (281t.).

Si l'idée de vendre de l'or pour générer des liquidités n'est clairement pas une solution, une meilleure utilisation de cet or comme collatéral à des émissions d'obligations gouvernementales pourrait cependant avoir des effets très positifs sur les taux d'intérêts de pays en difficultés en renforçant la confiance des investisseurs et en renversant la dynamique négative de taux de financement toujours plus élevés, pour la remplacer par une normalisation graduelle des coûts de financement.

Une telle solution avait déjà été mise en application en 1974 en Italie, qui avait été supportée par la Bundesbank au travers d'un financement de 2 milliards de dollars garanti à l'époque par un collatéral en or physique. D'autres exemples historiques démontrent l'efficacité de cette approche sur la psychologie des investisseurs. Le Portugal avait par exemple déjà eu recours à cette stratégie dans les années 70 en empruntant à la BRI, la Bundesbank et la BNS sur la base de ses réserves en or physique.

Sans être la panacée, l'or est pourtant de plus en plus considéré comme un collatéral sérieux et solide. Le secteur privé mais aussi des Clearing houses acceptent

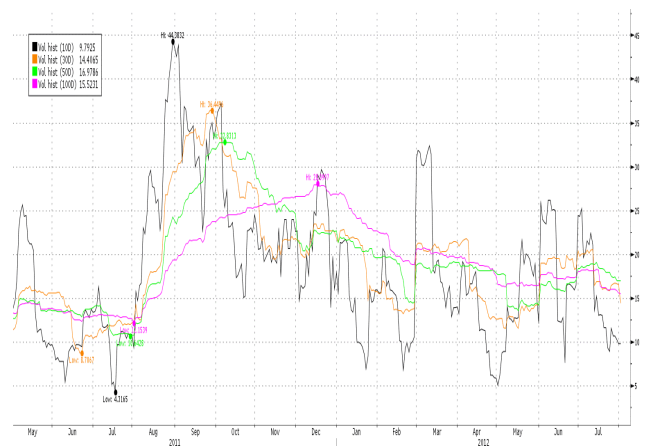
de plus en plus l'or comme collatéral pour couvrir les risques de dérivés.

Nous n'en sommes aujourd'hui qu'à évoquer cette possibilité, mais si cette pratique se développait, les banques centrales nationales pourraient également considérer qu'une augmentation de la part de leurs réserves en or aurait finalement bien plus d'avantages qu'estimé. Ceci, en leur offrant notamment de nouvelles opportunités de financement et de soutien aux économies nationales.

Volatilité au plus bas depuis 12 mois

Depuis le sommet des cours de l'or atteint en septembre 2011, la correction et la stabilisation qui s'est produite ces derniers trimestres a naturellement fait chuter les volatilités historiques calculées sur plusieurs périodes. On constate aujourd'hui que ces niveaux de volatilité sont similaires à ceux observés en mai et juin 2011. Après avoir atteint un pic de 44% à la fin août, la volatilité à 10 jours avait rapidement chuté à 15% pour osciller ensuite entre 10 et 20%. Cette mesure est à nouveau à son plus bas niveau des douze derniers mois et suggère plutôt une possibilité de remontée de la volatilité non seulement à court terme mais aussi à moyen terme.

Volatilité historique de l'or (10, 30, 50, 100 jours)



Source: Bloomberg, BBGI

Hausse de la volatilité et des cours de l'or au second semestre 2012

Les faibles niveaux de volatilité observés en mai et juin 2011 ont été suivis d'une très nette remontée des cours de l'or qui avaient bondi de 1500 USD à 1900 USD l'once. La correction des cours des douze derniers mois ne s'est pas accompagnée d'un désintérêt des investisseurs comme le montrent les graphiques des ETF métaux précieux indiquant les positions détenues en once, mais la demande n'a

toutefois pas progressé, ce qui explique la stabilisation des cours.

Cours de l'or en USD (2011-2012)



Source : Bloomberg, BBGI

M. Draghi pourrait-il renverser la tendance à court terme et affaiblir le dollar au profit de l'euro ?

L'euro s'était stabilisé à 1.45 USD pendant près de quatre mois avant que la crise financière européenne ne vienne à nouveau relancer les inquiétudes sur la pérennité de la monnaie unique. D'autant que les chiffres économiques aux Etats-Unis permettaient dès le 4^{ème} trimestre 2011 d'envisager un renforcement du cycle conjoncturel américain au moment même où le cycle européen commençait à entrer en récession. Mais après une correction de -20% en douze mois et un niveau de taux de change historiquement au plus bas sur huit ans, un véritable changement de cap en matière de politique monétaire de la BCE pourrait-il redonner confiance aux investisseurs et provoquer un rebond de l'euro ? A 1.23, l'euro a effectivement bénéficié d'un tout petit regain de confiance suite aux déclarations de M. Draghi. Il en faudra sans doute plus pour renverser la tendance. Mais la volonté semble être là et les USA ne seront peut-être pas contre l'idée d'une petite correction du dollar au moment où leur économie s'affaiblit et qu'un QE3 semble de plus en plus probable.

Taux de change USD/euro (2002-2012)



Source : Bloomberg, BBGI

Conclusion

Une action conjointe et plus décisive des banques centrales pourrait très clairement améliorer la confiance des investisseurs.

Une intervention concertée en période estivale au moment où les volumes boursiers sont plus faibles pourrait avoir un effet multiplicatif et donc plus important.

Les cours de l'or devraient bénéficier de nouvelles mesures non conventionnelles.

Les risques subsistent toutefois, l'or pourrait souffrir d'une amélioration généralisée du sentiment des investisseurs qui se détourneraient alors peut-être des actifs considérés comme plus sûrs.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch