



## Les marchés devraient s'attendre à un rebond de l'or et de l'argent

Le consensus est encore négatif sur les perspectives de l'or et de l'argent.

Mais les fondamentaux suggèrent une hausse probable de l'or à 1450\$ et de l'argent à 26\$ !

### Points clés

- La nouvelle dynamique haussière en 2014 (+10%) annonce un changement des fondamentaux
- Renversement progressif des facteurs clés désormais plus favorables aux métaux précieux
- Fin des tendances déflationnistes
- Baisse des taux d'intérêts réels
- Le « tapering » est anticipé, mais la création monétaire restera importante au niveau global
- Ratio de monétisation de l'or au plus bas
- Demande physique toujours solide en Asie
- Les banques centrales restent nettes acheteuses
- Rebond des positions spéculatives et retour des investisseurs sur l'or « papier »
- Déséquilibre du marché favorable à une hausse de +10 à +20% de l'or et de l'argent

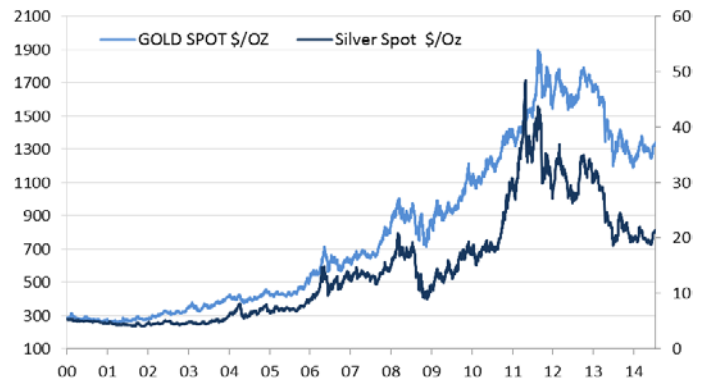
### Disparition progressive des facteurs ayant causé le « bear market » de l'or et de l'argent

Le « bear market » de l'or et de l'argent, qui a débuté pour le premier en juin 2011 et pour le second en avril de la même année, a certainement trouvé son terme au 1<sup>er</sup> trimestre 2014.

La nouvelle dynamique haussière observée depuis le début de l'année, qui a poussé les cours de l'or et de l'argent de +10% en quelques semaines, devrait s'intensifier avec le renversement progressif des facteurs fondamentaux désormais de plus en plus favorables à une relance du cycle haussier.

Alors que le consensus semble encore largement persuadé de la fin du « bull market » de l'or et de l'argent, nous considérons au contraire que celui-ci est intact après une correction de milieu de cycle sévère, mais historiquement comparable.

### Cours de l'or et de l'argent (2000-2014)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Parmi les facteurs négatifs ayant provoqué la chute des cours de l'or et de l'argent dès 2011, la **diminution des risques systémiques financiers et d'éclatement de la zone euro** liés à la crise de confiance en Europe a certainement été un élément déterminant du changement de perception des risques des investisseurs. La **normalisation des risques dans les marchés financiers**, conséquence de politiques monétaires et d'actions décisives menées par les banques centrales, ont en effet modifié la tolérance au risque des investisseurs et leur besoin d'une police d'assurance, que représentaient jusqu'alors clairement des positions en or et argent.

L'apparition de **tendances déflationnistes dès 2011**, caractérisée par une chute de l'inflation de 3.9% à 1% (octobre 2013) aux Etats-Unis et de 3% à 0.5% (juin 2014) en Europe, a aussi affecté négativement l'évolution des cours de l'or et de l'argent en renforçant le sentiment, qui s'imposait déjà, d'une diminution des besoins de protection de valeur.

Simultanément, la **hausse des taux d'intérêt réels** induite par une chute de l'inflation plus rapide que celle observée sur les taux nominaux, était aussi un facteur négatif important au cours de ces trois dernières années.

Dans ce contexte également marqué par des espoirs croissants de reprise conjoncturelle, les politiques monétaires devenaient parallèlement moins expansives (annonce du « tapering » aux Etats-Unis et diminution du bilan de la BCE). **Le ralentissement de la création monétaire des banques centrales**, malgré une politique accommodante au Japon, réduisait encore un peu plus l'attrait pour le métal jaune.

**Mais face à la hausse des actions, le coût d'opportunité devenait prohibitif.** En effet, détenir un actif réel aux perspectives de hausse immédiate désormais réduites - puisque considéré essentiellement comme une protection désormais inutile contre les risques systémiques, l'inflation et la dévaluation des devises - s'avérait peu attractif. Ce raisonnement, renforcé par la conviction que les politiques monétaires avaient désormais clairement comme objectif de créer un effet de richesse par la hausse des actifs financiers et des actions en particulier, a contribué au processus de réallocation d'actifs en faveur des actions et au déclin de valeurs refuges comme l'or ou l'argent. Ce coût d'opportunité, après six années de « bull market » et une progression des actions américaines de +40% en dix-huit mois, n'est clairement plus le même.

**Nous pensons qu'en 2014, ces facteurs perdront de leur intensité dans certains cas et développeront des effets désormais positifs dans d'autres. Ils viendront renforcer le reste des éléments fondamentaux déjà favorables, comme la persistance d'une demande physique solide, et soutiendront une nouvelle tendance haussière.**

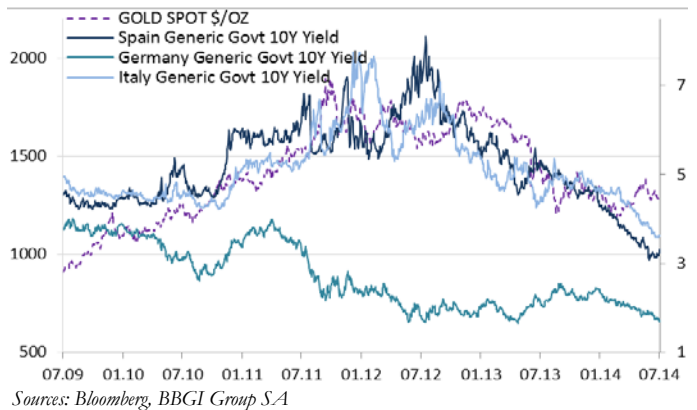
### La normalisation des risques financiers en Europe est en voie d'achèvement

L'écart de rendements entre dette souveraine espagnole ou italienne et allemande était à son paroxysme entre 2011 et 2012. La baisse des taux à dix ans des dettes gouvernementales espagnoles ou italiennes, passés de 7% à 2.7% entre 2011 et 2014, a fortement contracté les primes de risques existantes avec la dette gouvernementale allemande (de 6% à seulement 1.5%). Les cours de l'or ont été très fortement corrélés à l'élargissement, puis à la réduction de ces primes de risque jusqu'en 2014. La dernière phase d'écrasement de ces primes de risques s'est par contre réalisée dans un climat très différent.

**La corrélation est désormais négative, l'or répondant par une hausse de +10% à la réduction des primes de risques à un niveau pourtant record de ces cinq dernières années. Une réaction annonçant peut-être un prochain risque de rebond.**

**Si l'or a souffert d'un regain de confiance dans la zone euro depuis 2011, désormais, ce facteur ne semble donc plus avoir d'impact négatif.**

### Différentiels de taux et cours de l'or

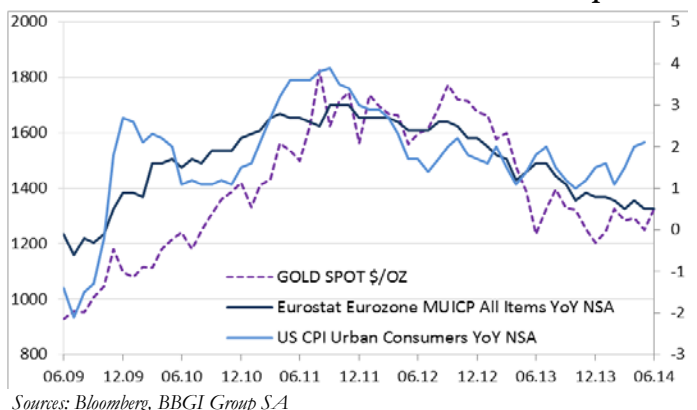


### Fin des tendances déflationnistes, retour surprise de l'inflation

**La corrélation entre l'inflation et les cours de l'or entre 2009 et 2014 est aussi très nette.** La progression des cours de l'or de 700\$ en 2009 à 1900\$ en 2011, s'était produite alors que l'inflation rebondissait de -2% à +4% aux Etats-Unis (-0.5% à 3% en Europe) et que les cours du brut étaient multipliés par quatre (hausse de 32\$ à 115\$). Cette corrélation est restée très élevée dans la phase de baisse de l'inflation observée entre 2011 et 2014. Aujourd'hui, et ce malgré les commentaires rassurants de la présidente de la Réserve fédérale, les risques de reprise de l'inflation nous semblent plus importants et sous-estimés par la grande majorité des investisseurs.

**Aux Etats-Unis, elle atteint déjà son plus haut niveau depuis 2012 et pourrait poursuivre sa progression de +2.1% vers 3.5% à 4% au cours des prochains trimestres et retrouver ainsi le niveau atteint en 2011. Nul doute que ce retour aura un impact favorable sur les cours de l'or et de l'argent.**

### Cours de l'or - inflation Etats-Unis et Europe



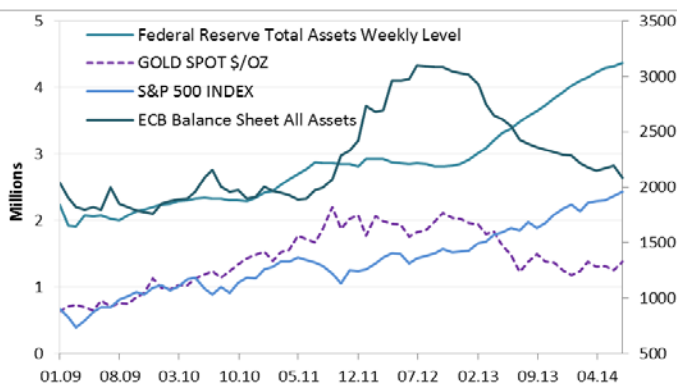
La hausse des prix du pétrole (cf. analyses hebdomadaires du 18 et 28 juin) vers 120 à 140\$ le baril au cours des prochains trimestres est une éventualité de plus en plus crédible selon nous, qui aura un effet sur les prix similaire à celui observé en 2011.

### Le « tapering » sera compensé par une relance monétaire en Asie et en Europe

Entre 2002 et 2014, l'offre d'or est restée relativement stable, tandis que les bilans des banques centrales prenaient l'ascenseur pendant la crise financière. Si l'offre d'or ne progressait que de +1.5% en moyenne annuelle (production, recyclage, ETF...), la création monétaire globale (Fed, ECB, PBoC, BoJ) atteignait un maximum de +40% en 2008 (après une hausse de +28% en 2007 déjà). La croissance de la base monétaire globale restait élevée en 2009 (+7%), 2010 (+12%) et 2011(+20%), avant de ralentir à +5% et +8% en 2012 et 2013.

**Le pic des cours de l'or en 2011 a donc été atteint au plus fort de la création monétaire mondiale. La correction des cours entre 2011 et 2014 s'est ensuite produite dans un contexte de net ralentissement de la création monétaire et de « tapering ».**

#### Création monétaire (USA-Europe), SPX et Or



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Par ailleurs, les deux banques centrales ayant enregistré la plus faible croissance monétaire (BoJ +8% et BCE +12%) pourraient adopter des politiques monétaires susceptibles de compenser l'interruption des injections américaines en 2015.

**Le « tapering » a clairement déjà eu un effet sur le marché de l'or. Mais la croissance de la masse monétaire sera largement supérieure à celle de l'offre d'or en 2015 et redeviendra un facteur positif.**

Même si l'or n'est pas directement une composante du système monétaire international depuis l'abolition du « gold standard », il continue de jouer un rôle

déterminant comme valeur de réserve auprès des banques centrales. Malgré l'absence d'un ratio de couverture fixe à respecter, d'un point de vue théorique, une augmentation de la masse monétaire devrait avoir une contrepartie dans la hausse de la valeur de l'or. La monétisation de l'or peut ainsi être estimée par le rapport entre le stock d'or disponible au niveau mondial et la base monétaire. Ce ratio est actuellement d'environ 8% et se situe au plus bas historique depuis 1973.

**D'un point de vue théorique, le degré de monétisation de l'or est bas lorsque la confiance dans la valeur de l'argent « papier » est élevée ; il augmente au contraire lorsque la défiance progresse. Il remontera sans doute avec la hausse des cours de l'or, quand les risques inflationnistes réapparaîtront et que l'inflation s'imposera sans doute comme la seule solution crédible pour réduire la dette mondiale relative au PIB, ainsi que le suggèrent certains experts comme Kenneth Rogoff (ancien chef économiste du FMI) depuis le début de la crise financière.**

### Demande d'or physique solide en Asie : passage des mains faibles aux mains fortes

En 2013, la demande asiatique est restée particulièrement forte. La Chine est devenue le plus grand importateur d'or grâce à des importations dépassant 1'000 tonnes et devance désormais l'Inde. Selon le World Gold Council, la demande en provenance des marchés émergents représentait environ 70% de la demande globale au cours des 5 dernières années. La Chine et l'Inde à elles seules constituaient 62% de la demande totale.

**On assiste globalement à un transfert d'or physique entre pays occidentaux consommateurs de capital et pays émergents, qui l'accablent.**

La demande d'or en provenance des pays asiatiques s'appuie sur des facteurs de développement solides et durables. La classe moyenne chinoise devrait croître de 500 millions de personnes d'ici 2020. L'épargne mondiale progresse sous l'impulsion des dépôts chinois, ceux-ci représentant déjà près de 8 trillions de dollars. L'hyperinflation qui s'était développée en Chine entre 1937 et 1949 reste encore dans les mémoires et soutient l'intérêt des chinois pour l'immobilier et pour l'or. La demande d'or physique par habitant est la plus forte à Hong Kong (8 grammes p/h) et aux Emirats Arabes Unis (6 grammes p/h), alors que la demande chinoise n'est actuellement que de 0.94 grammes/h, à peine plus que la demande indienne (0.8g/h). La marge de progression est importante et les alternatives finalement peu nombreuses.

## Les banques centrales toujours acheteuses d'or physique, la Chine avance à pas couverts

Après avoir été vendeuses nettes d'or entre 1989 et 2009, les banques centrales sont désormais acheteuses d'or physique à hauteur de 400 à 500 tonnes par an (409 en 2013). Les banques des pays émergents en particulier (Turquie, Russie, Kazakhstan...) sont acheteuses, tandis que la BCE, la BNS et la Swedish Riksbank ont signé un accord les empêchant de s'engager dans des ventes d'or au cours des cinq prochaines années et relèvent ainsi l'importance des réserves d'or dans la composition de leurs réserves globales. Du côté américain, les réserves d'or de la Fed semblent inchangées depuis près de 40 ans à environ 8'000 tonnes, malgré la forte progression des dollars en circulation au cours de cette période. Rien n'indique donc que celle-ci ait la moindre intention de changer sa politique de marginalisation - pour le moins - de l'or dans son bilan. Les rumeurs font aussi souvent état d'interventions visant à contrôler les cours de l'or « papier », imputables à la banque centrale américaine. Le cours de l'or étant souvent perçu comme un indicateur du niveau de stress des marchés financiers ou comme un indicateur de risques inflationnistes, il est imaginable que des interventions dirigées, peut-être conjointes, de banques centrales aient pu avoir lieu pour freiner sa progression ou enclencher une spirale baissière, comme cela fut évoqué en 2013 par exemple pour expliquer le changement de tendance soudain des cours de l'or.

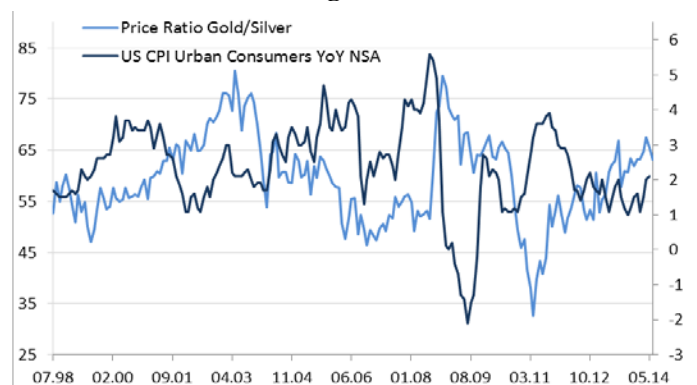
**Si la BPC ne semble pas avoir acheté d'or physique officiellement depuis 2009, nous estimons toutefois que ses réserves ont progressé de 1054 tonnes « avouées » à plus de 5'000 tonnes aujourd'hui.**

La Chine souhaite certainement pouvoir annoncer dans quelques années qu'elle dispose de la plus grande réserve d'or physique au monde. Certainement dans l'objectif de constituer une protection contre les risques d'une baisse de valeur de ses énormes réserves en dollar, mais sans doute plus encore pour soutenir la crédibilité du yuan sur le plan international. Depuis plusieurs années, la Chine s'efforce de crédibiliser sa monnaie comme devise de transactions commerciales. Le renminbi est déjà passé en quelques années en deuxième place des devises utilisées pour des échanges commerciaux, devant l'euro et derrière le dollar US.

## Hausse de l'or à 1'450\$ et de l'argent à 26\$

La demande chinoise n'aurait pas pu être assouvie en 2013 si deux événements exceptionnels ne s'étaient produits. Tout d'abord, la hausse des taxes à l'importation d'or en Inde, qui a fait chuter temporairement la demande indienne, libérant de ce fait en partie l'offre pour satisfaire la demande chinoise. En second lieu, les ventes massives d'ETF, qui ont artificiellement et très temporairement aussi augmenté l'offre. Ces deux phénomènes ne se reproduiront pas, alors que la production d'or sera certainement stable et que l'offre de recyclage se contractera. Nous attendons une reprise progressive de la demande d'investissement et de spéculation (cf. analyse hebdomadaire du 30 juin), qui ne manquera pas de provoquer une hausse des cours dans un marché à nouveau tiré par la demande. Dans ce contexte, le ratio or/argent pourrait redescendre à 50 ou 55, indiquant une probable surperformance durable de l'argent.

### Ratio Or/Argent et inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Conclusion

**La surperformance de l'or et de l'argent en 2014 traduit une situation fondamentale plus favorable et un renversement progressif positif des facteurs déterminant les cours de l'or et de l'argent.**

**De nouvelles tendances haussières débutent dans un contexte de reprise graduelle de l'inflation.**

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