



Les composantes de l'offre/demande d'or physique

Les prises de profits sur le marché mineur (6.5%) des ETF masquent l'engouement massif pour l'or des investisseurs privés et des autres composantes (95.5%) de la demande physique

Points clés

- Stabilisation des cours de l'or à 1'400.- USD
- Normalisation de la volatilité de 62% à 23%
- Demande de consommation (72%) reste le facteur déterminant des cours de l'or
- Cours de l'or affecté à court terme par les ventes d'ETF (6.5% de la demande)
- Les autres composantes de la demande suggèrent un renforcement de l'intérêt pour l'or
- Producteur pas en mesure d'augmenter l'offre
- Diminution des quantités d'or recyclées
- Les dégagements observés sur les ETF n'annoncent pas un renversement de tendance

Le calme revient sur le marché de l'or : la volatilité diminue et les cours se stabilisent

Après la violente chute des cours enregistrée à la mi-avril, les cours de l'or se stabilisent effectivement autour de 1'400.- USD l'once depuis plusieurs semaines.

En mai, l'or ne fait plus la une de l'actualité et les médias relatent désormais plutôt le retour des incertitudes et de la volatilité au Japon, dont le marché actions a finalement plongé de -20% en seulement deux semaines. La volatilité s'est ainsi déplacée et éloignée des métaux précieux.

L'effondrement des cours de l'or, souvent prédit un peu trop rapidement durant cette période, ne semble pas s'amorcer et le calme revient progressivement sur l'ensemble des métaux précieux. La volatilité extrême observée en avril sur l'or (62%) s'est donc fortement réduite (23%) ces derniers jours avec la consolidation des cours du métal jaune aux niveaux atteints à la fin 2010.

Depuis le début du « bull market » sur l'or en 2001, les cours de l'or ont progressé de 250.- à 1'900.- USD l'once dans une volatilité historique généralement comprise entre 10% et 25%.

Cette hausse des cours de l'or ne s'est naturellement pas faite sans encombre pendant ces années. Les corrections ont été fréquentes et les prises de profit de 2003(-18%), 2004 (-14%), 2006 (-26%) et 2008 (-34%) avaient chaque fois été suivies de nouvelles progressions de cours, portant le prix de l'or à 1'900.- USD l'once. La dernière consolidation de 2011 à ce jour (-31%) reste pour l'instant sans réaction et laisse naturellement, comme à chaque correction précédente, planer le doute sur la fin possible de la tendance haussière séculaire. Il est intéressant d'observer sur le graphique ci-dessous que les périodes de forte hausse de la volatilité ont coïncidé avec des phases de correction ou de renversement de tendance des prix de l'or. En 2006, la volatilité s'envolait de 10% à 50% avant que l'or ne reprenne sa progression et double de 540.- à 1030.- en 2008. Cette même volatilité explosait à nouveau à 68% en septembre 2008 avant que l'or n'entame une nouvelle hausse de 750.- à 1900.-.

Ainsi, le pic de volatilité observé en avril 2013 et sa normalisation récente marque peut-être le début de la prochaine hausse significative de l'or.

Cours et volatilité de l'once d'or en USD (2003-2013)



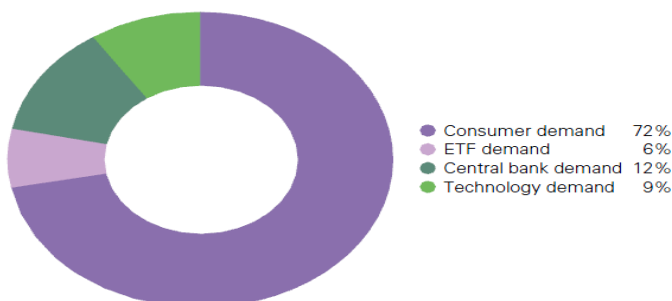
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La demande de consommation (72%) est le facteur déterminant de l'évolution des cours à long terme

L'analyse de la composition de la demande d'or montre toujours une prédominance massive de la demande de consommation par rapport à toutes les autres composantes de la demande globale.

En effet, la demande de consommation physique représentait 72% de la demande globale en 2012 selon les statistiques publiées par le World Gold Council. La demande des banques centrales venait ensuite (12%), suivie de la demande pour des besoins industriels (9%) et finalement la demande d'investissement en ETF (6%).

Composition de la demande d'or (2012)



Note: Data for 2012. Consumer demand includes jewellery and total bar and coin demand. Totals may not sum to 100% due to rounding.

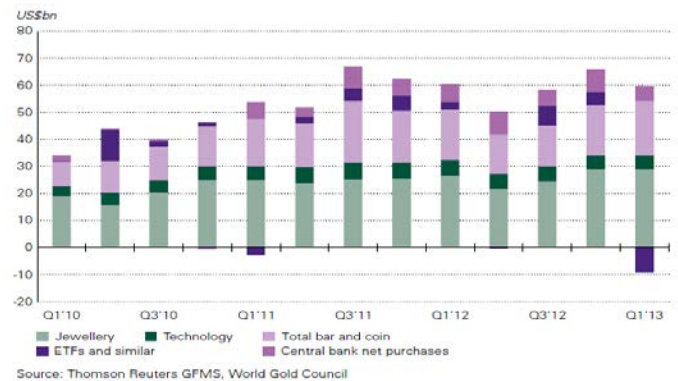
Source: Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

Ainsi, la demande d'or physique sous forme de lingots, de pièces et de bijouterie reste clairement déterminante, mais la formation des prix de l'or sur les marchés physiques régionaux n'est pourtant pas aussi facile à observer que les cours de l'or « spot » ou « futures » sur les marchés financiers internationaux. Par comparaison, il est naturellement plus aisé d'observer les cours de l'or au London Metal Exchange ou au New York Commodities Exchange. Si à long terme ceux-ci devraient refléter l'évolution de la demande réelle, à court terme ils peuvent être influencés par d'autres facteurs et présenter des différences notables de cours par rapport aux marchés régionaux physiques.

Le graphique ci-après montre l'évolution sur trois ans de la composition de la demande d'or. On observe clairement que le 1^{er} trimestre a été caractérisé par une demande d'investissement (en ETF et équivalents) négative, tandis que toutes les autres composantes de la demande restaient positives ou constantes. Pour autant, la justification a posteriori de la chute de l'or par la diminution des incertitudes et par l'éventualité d'une prochaine fin du QE américain, n'a finalement que peu de sens puisque ces arguments, pertinents ou non, n'ont un effet potentiel que sur la plus petite composante de la demande d'or, les ETF. Mais à court

terme, les ventes importantes d'ETF et de « futures » sur l'or déjà commentées dans notre analyse hebdomadaire du 26 avril, ont largement contribué à la chute des cours et de la dichotomie observée entre les marchés « futures » et physiques.

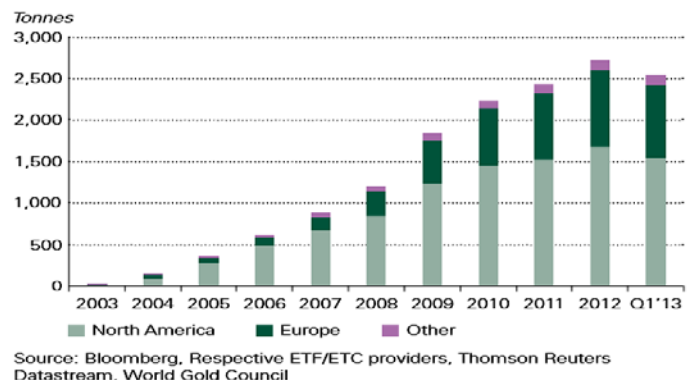
Composition de la demande d'or par trimestre



Les prises de profits sur les ETF provoquent des ventes de 350 tonnes, les stocks tombent en-dessous de 2'400 tonnes en avril

Depuis le début de la crise financière, les ETF ont attiré un certain nombre d'investisseurs en quête de placement plus surs en période de crise, qui sont venus rejoindre ceux déjà convaincus par les fondamentaux positifs à long terme de l'or. Ces investisseurs n'ont pas la même perception des opportunités et leurs motivations, orientées à court terme, diffèrent des premiers.

Evolution des positions en ETF sur l'or (2003-2013)



La chute récente des cours de l'or sur les marchés « papiers » a été accompagnée de remboursements relativement significatifs de parts d'ETF correspondant à une réduction des positions de l'ordre de 350t., soit une baisse de 2'700t. à environ 2'350t. à la fin avril. Cette baisse des positions détenues par les ETF est la première observée depuis le 1^{er} trimestre 2011. S'il est exact que l'évolution de la demande d'investissement sous la forme d'ETF a accompagné la hausse des cours de l'or au cours des dix dernières années, au point de représenter

aujourd'hui près de 2'350t. d'or, l'évolution annuelle de cette demande a été d'environ 250-300 tonnes par an. La demande d'investissement sous forme d'ETF est donc effectivement mineure puisqu'elle ne représente que 6.5% en moyenne sur les 4'000t. d'or produites et consommées annuellement.

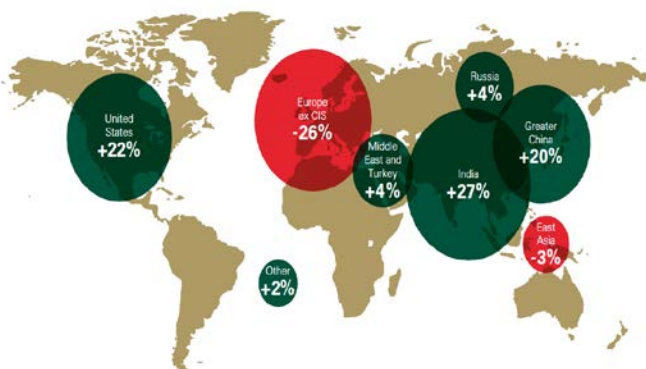
Mais les remboursements de parts de fonds ETF adossés à des positions d'or physique ont concentré toute l'attention des observateurs comme l'un des facteurs déterminants de l'évolution du cours. Rappelons à ce point que la grande surprise de ces dernières semaines pour les observateurs a finalement sans doute, de toutes les autres composantes de la demande, été la forte hausse de la demande globale physique, en réaction immédiate à la chute des cours de 1'550.- à 1'350.- USD l'once.

Avec comme conséquence que les primes observées entre les marchés physiques et les cours de l'or « papier » ont fortement progressé. Elles ont ainsi plus que doublé de 10.- USD à 26.- USD en Inde, tandis que la prime à Shanghai atteignait 40.- USD.

Les consommateurs se précipitent pour profiter des cours plus avantageux de l'or sur tous les marchés en 2013

La réponse des consommateurs a été massive dès la chute des cours de l'or à la mi-avril, mais elle était déjà en très nette progression au 1^{er} trimestre 2013 sur une base annuelle.

Demande de consommation par région

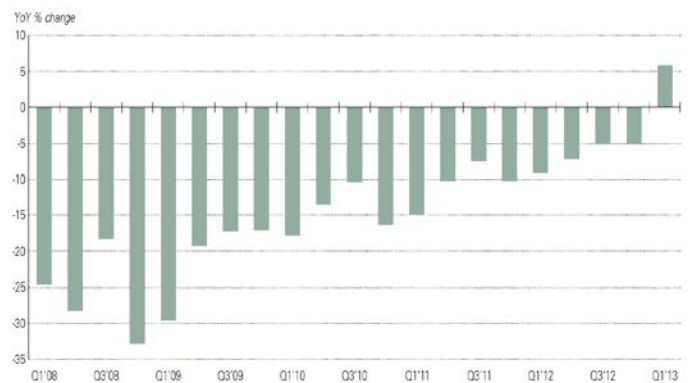


Source : World Gold Council

L'Asie représentait l'essentiel de la progression au 1^{er} trimestre. Une conjoncture favorable en Asie et aux Etats-Unis a soutenu la demande de joaillerie, tandis que la situation conjoncturelle en Europe n'offrait aucun support sur ce plan. Cette tendance s'est poursuivie au second trimestre et les ruptures de stocks touchent désormais de nombreux détaillants dans toutes les

régions. Les fonderies ont en parallèle du faire face à une véritable explosion de la demande de pièces. En Inde, l'un des plus importants consommateurs d'or, les importations atteignent des records alors que les anticipations pour le 2^{ème} trimestre semblent se diriger vers une hausse de 400 tonnes, soit une progression de 200% sur une base annuelle. Les importations chinoises en provenance de Hong Kong sont aussi extrêmement importantes. Au 1^{er} trimestre la part de la demande de consommation aux Etats-Unis était d'à peine 4% alors que la demande asiatique représentait près de 70% de la demande globale. L'amélioration de la conjoncture américaine et du degré de confiance des ménages semble avoir un effet positif sur la demande de joaillerie pour la première fois depuis le début de la crise financière en 2008. En constant déclin pendant la crise, celle-ci progresse de 5% et laisse espérer le développement d'une nouvelle contribution positive à la demande au cours des prochains trimestres.

Demande de consommation aux Etats-Unis



Source : World Gold Council

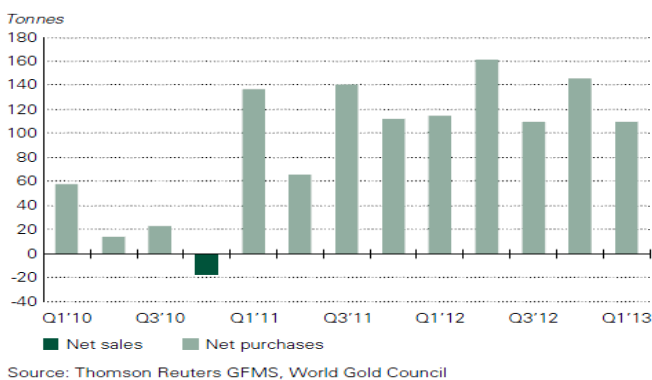
La hausse attendue de la demande des banques centrales en 2013 poussera les réserves au-delà de 32'000 tonnes

En comparaison, les dernières statistiques officielles des réserves de banques centrales publiées en juin 2013 montrent que **les banques centrales, prises dans leur ensemble, détiennent 31'793.9t. d'or.** Les douze principales banques centrales représentent à elles seules 24'747.7t. soit 77.8% des réserves totales.

USA	8133.5
Allemagne	3391.3
IMF	2814.0
Italie	2451.8
France	2435.4
Chine	1054.1
Suisse	1040.1
Russie	990
Japon	765.2
Hollande	612.5
Inde	557.7
ECB	502.1

Le Japon et la Chine n'ont que relativement peu de réserves en or physique en comparaison aux stocks annoncés par la réserve fédérale américaine ou l'Allemagne. Les 2^{ème} et 3^{ème} économies mondiales ont des réserves à peine similaires à celles de la Suisse et devraient donc poursuivre leur stratégie de diversification de leurs réserves. La demande d'or physique des banques centrales a progressé de 109.2 tonnes au 1^{er} trimestre, soit un rythme annuel de 450t. En admettant que la Chine souhaite détenir des réserves équivalentes à l'Allemagne, elle devrait acquérir environ 2'350t. d'or, ce qui représenterait la totalité de l'or en ETF actuel, ou l'équivalent de 85% de la production annuelle d'or des mines (2'800t.).

Contribution des banques centrales à la demande

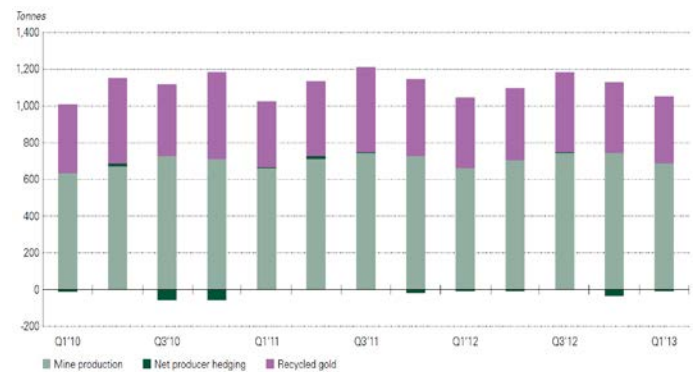


Progression attendue de la demande et stagnation probable de l'offre

La demande mondiale d'or devrait donc poursuivre sa progression sous l'impulsion également de la croissance de la population et de son niveau de vie, alors que les perspectives conjoncturelles s'améliorent. Parallèlement, les banques centrales appliquent toujours des politiques monétaires expansives et poursuivront leur stratégie de diversification de leurs réserves. Le rôle des pays émergents dans cette tendance de fond est indiscutable et constitue un facteur fondamental durable pour l'évolution de la demande. A court terme, la composante la plus volatile de la demande sera toujours représentée par le segment des ETF. Une contraction déjà non négligeable a eu lieu mais il n'est pas exclu que celle-ci se poursuive ou se reproduise plus tard.

Une hausse marginale de la consommation suffirait toutefois à compenser les remboursements opérés sur les ETF. Du côté de l'offre, la production et le recyclage sont déjà en baisse depuis plusieurs trimestres. La diminution de 1'178t. en T3 2012 à 1'051t. au T1 2013 représente déjà une baisse de -10% de l'offre (127t.). Sans les remboursements de -176.9t. d'or dans les ETF sur la même période, le marché de l'or aurait été en déficit. Aux cours actuels, l'or recyclé devrait poursuivre son déclin et représenter moins de 350 tonnes en 2013. Du côté des producteurs, les stratégies semblent s'orienter désormais vers une amélioration de la rentabilité des mines plutôt que vers une hausse des volumes. La concentration de la production sur les exploitations les plus rentables et les efforts pour améliorer la rentabilité en réduisant les coûts devraient conduire à une baisse ou une stagnation de la production. Par ailleurs, au niveau actuel de production, les réserves prouvées des sociétés minières (~30'000t) ne couvrent que 7 années de demande globale actuelle !

Production d'or et recyclage



Source: World Gold Council

Conclusion

Toutes les composantes de la demande d'or devraient progresser et soutenir la hausse des cours à long terme. A court terme, les investisseurs « tactiques » pourraient toutefois réduire à nouveau leurs positions et peser temporairement sur les cours de l'or « papier ». Mais le secteur minier n'est pas en position pour augmenter l'offre. Les perspectives de l'or sont donc positives et les dégagements observés sur les ETF n'annoncent pas un renversement de tendance fondamental.

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