



## Les 12 facteurs qui boosteront les cours de l'or en 2017

**Hausse de l'inflation. Taux réels négatifs. Hausse de la demande d'investissement. Stagnation de l'offre. Expansion monétaire. Demande de bijouterie. Achats nets des banques centrales.**

### Points clés

- Renversement de tendance au 1<sup>er</sup> trimestre...la ruée vers l'or se poursuivra en 2017
- Risques systémiques peu présents
- Retour en force du facteur « inflation »
- Large support des taux d'intérêt nominaux et des taux réels
- Expansion nette de la masse monétaire mondiale
- Influence réduite des facteurs géopolitiques
- Rôle limité du dollar
- Valeur refuge avec le retour de la volatilité
- Progression de la demande d'investissement
- Stagnation de la production et de l'offre
- Ventes anticipées et positions spéculatives élevées
- Rebond de la demande de bijouterie
- Les banques centrales restent acheteuses
- Nouvel objectif à 1'600\$ l'once en 2017

### Renversement de tendance au 1<sup>er</sup> trimestre...la ruée vers l'or se poursuivra en 2017

La hausse des cours du métal jaune de +16.4% observée pendant le 1<sup>er</sup> trimestre 2016 était la plus forte hausse enregistrée sur un trimestre depuis 1986, marquant ainsi un renversement de tendance assez net sur le marché de l'or.

Le changement de psychologie s'est poursuivi au 2<sup>ème</sup> trimestre avec une nouvelle progression de +7.2% soutenue par une augmentation +10.8% de la demande d'investissement en ETF (+20.5% au premier trimestre).

Le 3<sup>ème</sup> trimestre semble pour l'heure plutôt caractérisé par une stabilisation normale après une hausse exceptionnelle de six mois.

La ruée vers l'or devrait pourtant reprendre et se poursuivre en 2017.

### Cours de l'or et de l'argent (2000-2016)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Les facteurs de soutien à une hausse de l'or en 2017 seront nombreux

Nous évoquons dans cette analyse hebdomadaire les divers facteurs qui devraient certainement soutenir une poursuite de la hausse des cours de l'or en 2017. Parmi les facteurs principaux, nous relevons **l'influence positive d'une remontée probable de l'inflation, de la persistance de taux d'intérêt bas ainsi que de taux d'intérêt réels négatifs, un marché de l'offre et de la demande tendu, ainsi que le renforcement probable de la demande d'investissement.**

#### 1. Risques systémiques peu présents

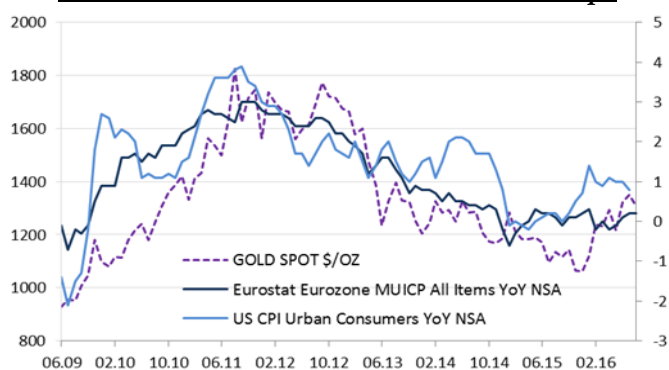
Le facteur « **risque systémique** », qui avait soutenu la hausse de l'or jusqu'en 2012, a été ensuite un élément défavorable. La diminution des risques systémiques financiers et du risque d'éclatement de la zone euro lié à la crise de confiance en Europe a changé la perception des risques des investisseurs. La normalisation de la situation a 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. Ce facteur a donc logiquement perdu de son influence, même si récemment, le Brexit a une nouvelle fois soutenu la

demande d'or en raison de l'augmentation des incertitudes et des conséquences possibles de ce vote, non seulement pour le Royaume-Uni, mais aussi pour l'Europe et l'économie mondiale. **Ce facteur n'a selon nous que peu de probabilités d'affecter directement les cours de l'or en 2017.**

## 2. Retour en force du facteur « inflation »

Le facteur « inflation » est redevenu favorable au dernier trimestre 2015, lorsque celle-ci est passée de 0% à plus de 1% en décembre aux Etats-Unis. Depuis douze mois, la hausse de l'inflation met fin aux tendances déflationnistes apparues dès 2011 (chute de 3.9% à 1% aux Etats-Unis et de 3% à 0% en Europe), qui avaient d'ailleurs accompagné la phase de correction des cours du métal jaune. L'or conserve toujours son caractère de protection contre ce risque. La corrélation observée depuis 2008 est d'ailleurs assez forte. Les mouvements récents des indices de prix suggèrent une poursuite des tendances haussières pour 2017 tant pour l'inflation que pour l'or. L'accélération probable de la croissance mondiale à +3.5% en 2017 et une reprise probable des cours du pétrole contribueront à soutenir les effets inflationnistes induits par de prochaines tensions sur le marché de l'emploi aux Etats-Unis. L'or a toujours surperformé l'inflation à long terme, encore plus en périodes extrêmes. Sans pourtant prévoir une forte remontée de l'inflation, nous pensons que l'année 2017 sera marquée par une remontée des indices de prix. **Le facteur « inflation » contribuera à une hausse des anticipations positives pour l'or.**

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## 3. Large support des taux d'intérêt nominaux et des taux réels

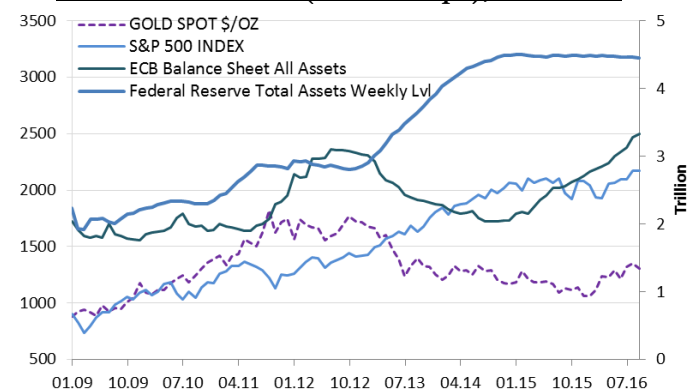
Le facteur « taux d'intérêt » affecte le coût d'opportunité lié à la détention d'or physique, mais la relation statistique entre taux nominaux et cours de l'or n'est pas non plus stable. Les dernières accélérations à la baisse des taux nominaux après le Brexit ont poussé les taux à des niveaux extrêmes. En devenant négatifs en Europe notamment, ils posent une nouvelle

problématique aux investisseurs, car la plupart des obligations gouvernementales ont désormais des rendements négatifs ou inférieurs à 1%. Les cours de l'or n'ont pourtant pas vraiment réagi à court terme à cette dernière phase de chute des taux nominaux, peut-être en raison du rapide retournement de tendance déjà observé en juillet-août. La remontée récente de l'inflation suggère certainement que les taux réels pourraient bien devenir nettement négatifs en 2017, comme c'est par exemple déjà le cas en Suisse, en zone Euro et aux Etats-Unis notamment. Les politiques monétaires ultra-accommodantes n'ont pas encore atteint leur objectif de relance de l'inflation à 2%, mais les attentes inflationnistes progressent et la hausse des cours des matières premières crée les conditions d'une relance. **Les taux d'intérêt réels devraient devenir plus largement négatifs en 2017 et soutenir les cours de l'or.**

## 4. Expansion nette de la masse monétaire

Le facteur « liquidité » est souvent évoqué comme l'un des facteurs explicatifs importants dans l'évolution des cours de l'or au travers notamment des effets inflationnistes induits par l'augmentation massive de la masse monétaire. Si aux Etats-Unis, le triplement de la taille du bilan de la Réserve fédérale a bien été accompagné d'une hausse des cours de l'or (+127%) entre 2008 et 2011, la deuxième vague d'injection des liquidités opérée entre 2013 et 2014 (+55%) a coïncidé au contraire avec une correction de -35% des prix. On pourrait considérer que ce facteur a perdu de son importance pendant cette période, mais il faut rappeler qu'au même moment, en Europe, la BCE contractait son bilan d'environ un trillion d'euros. La conjonction de ces deux tendances avait donc plutôt un effet net négatif. Depuis 2016, si la Réserve fédérale a stabilisé son bilan, ceux de la BCE et de la BOJ ont au contraire repris une nette expansion. En 2017, les banques centrales devraient donc encore accroître leurs injections monétaires et soutenir la hausse de la liquidité mondiale. **Le facteur « liquidité » devrait donc à nouveau être positif en 2017.**

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



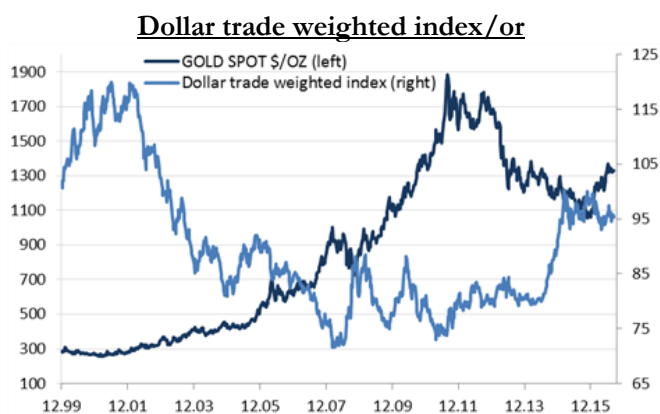
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## 5. Influence réduite des risques géopolitiques

Le facteur « géopolitique » ne nous semble pas devoir être surestimé pour l'année à venir. La crise ukrainienne ne fait plus l'actualité, les Etats-Unis et la Russie ont retrouvé un certain dialogue en ce qui concerne notamment la Syrie. Le pouvoir de nuisance de l'Etat Islamique et les perturbations régionales causées par cette nouvelle force exerçant une pression déstabilisante dans plusieurs pays producteurs de pétrole est en diminution. Finalement, si la fin des sanctions contre l'Iran provoquera sans doute encore quelques tensions régionales avec l'Arabie Saoudite notamment, nous estimons que ce facteur n'aura sans doute qu'un impact temporaire si de nouvelles tensions devaient émerger.

## 6. Rôle limité du dollar

Le facteur « dollar » est souvent évoqué comme un élément clé, mais si la corrélation négative avec le dollar est démontrée sur une très longue période, celle-ci reste faible et oscille entre -0.1 et -0.6.



A plus court terme, les observations sont nettement moins convaincantes. Ainsi, s'il est vrai notamment qu'entre juin 2010 et juin 2011 les mouvements de l'or ont été opposés à ceux du dollar, entre 2014 et 2015, l'envolée du dollar de +20% s'est produite alors que les cours de l'or se stabilisaient entre 1'200 et 1'250\$ l'once. Plus récemment, en 2016, la hausse des cours de l'or de 1'075 à 1'375\$ l'once s'est concrétisée alors que la devise américaine restait relativement stable. **Pour 2017, nous estimons que la hausse du dollar sera limitée. Ce facteur n'aura pas d'influence significative sur l'or.**

## 7. Valeur refuge avec le retour de la volatilité

Le facteur « safe haven » n'est plus très positif pour l'or depuis que la volatilité des marchés actions a sensiblement diminué. Les actions des banques centrales et la reprise conjoncturelle ont contribué à rassurer les investisseurs et à créer un climat d'investissement plus propice à la prise de risque, ce qui a favorisé la

réallocation d'actifs en faveur des actions au détriment de valeurs refuges. Le régime de volatilité a pratiquement chuté de 50% entre la période 2008-2011 et la période récente (2012-2016). Après six années de « bull market », le retour de la volatilité du 2<sup>ème</sup> semestre 2015 a toutefois joué un rôle dans le retour du facteur « safe haven » en 2016. **On assistera certainement en 2017 à une hausse de la volatilité dans les marchés actions qui sera à nouveau favorable à la hausse des cours de l'or.**

## 8. Progression de la demande d'investissement

Le 1<sup>er</sup> trimestre a été caractérisé par la plus forte hausse (+20.58%) des investissements en or physique détenu dans les ETF depuis mars 2009. Le retour des investisseurs après la première étape de normalisation de la politique monétaire américaine et près de douze trimestres de dégagements réguliers, à l'exception du 1<sup>er</sup> trimestre 2015 (+1.43%), est certainement un phénomène significatif. La demande d'ETF a été exceptionnelle, 579.2t en six mois, et effaçait pratiquement les ventes de 616t enregistrées au cours des dix précédents trimestres. La chute de cette demande était l'un des facteurs principaux de la baisse des cours de l'or depuis 2012. L'or physique détenu dans les ETF au niveau mondial avait chuté de 84.6 (déc. 2012) à seulement 46 mios d'onces (déc. 2015) avant de rebondir à 65 mios d'onces en septembre 2016. Si le désintérêt massif des investisseurs correspondait à 40% de la production mondiale annuelle d'or (3'000 tonnes/an moyenne sur 5 ans), le regain d'intérêt actuel correspond déjà à 20% de la production. Le retour des investisseurs occidentaux pour l'essentiel dans ce segment de marché sera à nouveau un facteur essentiel et déterminant de l'évolution prochaine des cours de l'or. **La normalisation de l'exposition des investisseurs privés et institutionnels pour l'instant presque totalement en dehors de cet actif aura des effets durables et positifs sur les cours de l'or.**

### Total des positions en or physique dans les ETF



## 9. Stagnation de la production et de l'offre

L'offre mondiale est en progression grâce à l'offre de recyclage et aux ventes anticipées, motivée à nouveau par



le niveau plus élevé des cours de l'or. L'activité de recyclage a rebondi de son plus bas niveau depuis sept ans. L'offre globale est donc en hausse de +10% au 2<sup>ème</sup> trimestre à 1'144t en raison d'une hausse de +23% sur un an de l'offre de recyclage. Du côté des producteurs, la production des mines (786t) a légèrement avancé de +5%, exclusivement en raison des ventes anticipées. Les mines se concentrent toujours sur une rationalisation de leurs processus de production, cherchent à diminuer les coûts en concentrant la production sur les mines les plus rentables et en laissant de côté l'exploitation de leurs actifs moins performants. **La baisse du Capex provoquera certainement une baisse de l'offre et un déséquilibre du marché.**

## 10. Ventes anticipées et positions spéculatives

Les opérations de « hedging » des producteurs se sont intensifiées, portant le total des positions de couvertures commerciales à environ 250 tonnes. La hausse des cours de l'or a été considérée comme une opportunité de préservation des marges par les producteurs. Ces opérations restent tout à fait marginales en comparaison historique, car proches des niveaux observés depuis 2009, mais bien loin des pics atteints dans la précédente décennie. Les positions « spéculatives » annoncées au CFTC (contrat non commerciaux long future) ont aussi fortement progressé depuis janvier. **D'un niveau proche de zéro correspondant au niveau le plus bas depuis 2005, le nombre total de contrats spéculatifs a désormais dépassé le pic de 2010.**

## 11. Rebond de la demande de bijouterie

En raison de la hausse des cours, la demande de bijouterie a marqué le pas en 2016 et affiche une contraction de 17% au cours du semestre. La demande indienne est en plus forte contraction (-32%), mais le consommateur chinois accuse aussi le coup (-16%), selon le WGC. Les grèves des joailliers en Inde se sont terminées en avril après avoir eu un impact significatif sur le marché au premier trimestre. Mais la forte hausse de l'or a également pris par surprise les consommateurs en touchant le niveau de 30'000 roupies les 10gr considéré comme un seuil psychologique.

La demande est ensuite restée faible en Inde, mais également en Chine. Aux Etats-Unis, la demande s'est avérée forte en dépassant le niveau atteint en 2009. En Europe, la faible conjoncture économique n'a pas permis d'enregistrer une reprise sensible, le marché britannique enregistrait toutefois une progression à 8,2t. On estime que cette baisse de la demande indienne, l'une des plus importantes composantes de la demande globale, est temporaire. Les achats des consommateurs seront reportés au 2<sup>ème</sup> semestre et impacteront ainsi positivement la consommation.

## 12. Les banques centrales restent acheteuses

Le facteur « banques centrales » est redevenu positif depuis plusieurs années. Après avoir été vendeuses nettes d'or entre 1989 et 2009, les banques centrales sont désormais acheteuses nettes. Les principales banques centrales européennes et américaines sont relativement absentes du marché et ne semblent pas avoir de stratégie de diversification de leurs placements en or. On compte donc désormais 22 trimestres consécutifs d'achats nets des banques centrales de pays émergents pour l'essentiel. Les banques centrales ont maintenu des achats d'or physique représentant environ 185 tonnes par exemple au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2016. La Russie et la Chine, qui étaient déjà les pays les plus actifs en 2015, ont à nouveau été les acteurs les plus présents en acquérant 83t et respectivement 40t d'or. **Cette tendance ne nous semble pas prête à s'interrompre, ce facteur devrait continuer à jouer un rôle de soutien de la demande.**

## Conclusion

**Les cours de l'or se stabilisent au-dessus de 1'300\$ l'once après une progression exceptionnelle. Une phase de consolidation n'est pas exclue avant que les facteurs de soutien ne s'alignent pour provoquer une nouvelle tendance haussière vers 1'600\$ l'once.**

**Parmi les facteurs principaux de soutien à la hausse de l'or, nous relevons l'influence positive d'une remontée probable de l'inflation, de la persistance de taux d'intérêt bas ainsi que de taux d'intérêt réels négatifs, un marché de l'offre et de la demande tendu, ainsi que le renforcement probable de la demande d'investissement.**

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 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch