



Retour de la demande d'investissement sur les ETF Gold en 2015

Hausse de +5% des positions en or détenues dans les ETF (87t) en janvier. Les achats des banques centrales progressent de +17% à 477t en 2014, juste derrière le record de 2012 (544t).

Points clés

- Les cours de l'or se stabilisent au-dessus de 1'200\$ l'once depuis juin 2013
- La liquidité mondiale est soutenue par le nouveau QE européen et le QQE japonais
- Prises de profits après la forte hausse de janvier
- Le sentiment est à nouveau négatif à court terme avec seulement 27% de « bulls »
- La demande d'investissement ETF est en hausse de +5% après une baisse de -40% depuis 2012
- Progression de +17% de la demande des banques centrales, la Russie représente 36% des achats
- Hausse de la demande de bijouterie aux USA
- La production mondiale est stable mais l'offre de recyclage est au plus bas depuis sept ans
- La dynamique haussière peine à s'installer malgré des fondamentaux positifs pour 2015

Les cours de l'or se stabilisent depuis juin 2013 au-dessus de 1'200\$ l'once mais la dynamique haussière s'est à peine mise en marche

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 finalement sans doute duré trois ans et s'est probablement épuisé à l'automne 2014. C'est à peu près à ce moment que la population suisse devait d'ailleurs s'exprimer sur l'inaliénabilité des réserves d'or de la BNS et sur un ratio minimum incompressible en or physique de 20% des réserves totales de notre banque centrale.

L'accélération à la baisse des cours du brut, suite à la décision de l'OPEP du 28 novembre de ne pas modifier ses quotas de production, a contribué à relancer de nouvelles incertitudes qui se sont avérées favorables aux cours des métaux précieux.

Mais c'est plus certainement le retour au premier plan de l'action des banques centrales japonaises et européennes qui a contribué le plus au regain d'intérêt des investisseurs pour le métal jaune.

Alors que la Réserve fédérale confirmait la fin de ses dernières mesures d'assouplissement quantitatif en octobre, la Banque du Japon annonçait le 1^{er} novembre qu'elle allait encore accroître son programme de stimulation monétaire déjà particulièrement important. La Banque du Japon et le fonds japonais de pension annonçaient de fait un triplement des achats d'actifs à **60 milliards de dollars par mois**. Le profil d'investissement du fonds de pension du gouvernement était également modifié pour permettre un élargissement des investissements aux actions japonaises et internationales notamment. Par ailleurs, en Europe, la situation conjoncturelle était suffisamment inquiétante pour que les anticipations d'un QE significatif se renforcent également. Malgré l'imminence de cette politique, il aura fallu attendre le 22 janvier 2015 pour apprendre que ce plan européen portera également sur un montant de **60 milliards d'euros**. Ainsi, la pression était déjà présente au cours de l'automne et contribuait à l'anticipation de futures baisses de taux d'intérêt, réduisant le coût d'opportunité de détenir de l'or physique.

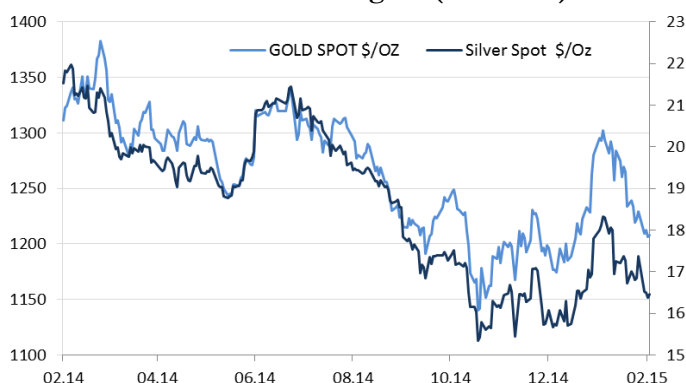
Cours de l'or et de l'argent (2000-2015)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La nouvelle dynamique haussière observée depuis le début de novembre 2014 - qui a poussé les cours de l'or de +15% à 1'300\$ et ceux de l'argent de +29% en quelques semaines seulement - a naturellement été suivie de quelques prises de profits en février. La hausse rapide de ce début d'année ne pouvait en effet pas manquer de déclencher quelques ventes à l'approche de niveaux techniques tels que 1'300\$ et 18\$ pour l'argent, avant de bénéficier probablement plus largement ensuite de l'amélioration des fondamentaux pour les métaux précieux.

Cours de l'or et de l'argent (2014-2015)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les facteurs à considérer en 2015 pour les perspectives des métaux précieux

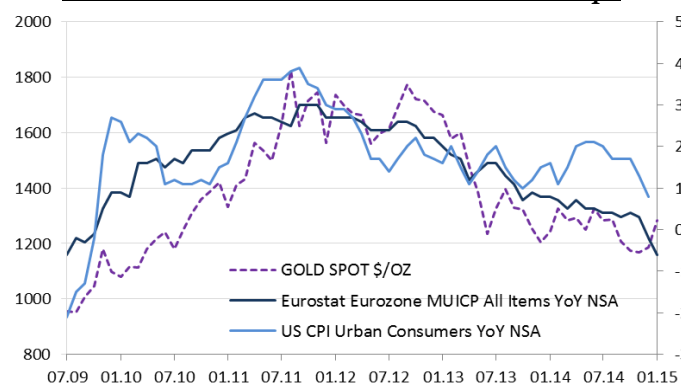
Alors que le consensus semble encore largement persuadé de la fin du « bull market » de l'or et de l'argent, nous considérons au contraire que celui-ci est intact après une correction sévère de milieu de cycle, mais historiquement comparable. **La proportion de « bulls » a en effet chuté de 78% à 27%** au cours des six dernières semaines (Bloomberg Gold Bullish Readings), ce qui nous semble effectivement être un indicateur « contrarian » favorable à une relance haussière des cours de l'or au deuxième trimestre.

Le facteur « risque systémique », qui avait soutenu la hausse de l'or jusqu'en 2012, a certainement été l'un des éléments clairement défavorables ensuite. 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 et rassuré les marchés. 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. Ce facteur, malgré la question grecque qui ressurgit régulièrement, n'a selon

nous que peu de risques d'affecter directement les cours des métaux précieux en 2015.

Le facteur « inflation » ne semble pas encore être favorable en raison de l'apparition de tendances déflationnistes dès 2011 (chute de l'inflation de 3.9% à 1% aux Etats-Unis et de 3% à 0% en Europe. Mais rappelons que la corrélation à 12 mois, mesurée au cours des 45 dernières années entre l'or et l'inflation est désormais de zéro. Cette constatation ne remet toutefois pas en cause la « psychologie inflationniste » et le rôle de protection de l'or contre les effets inflationnistes, mais relativise toutefois la pertinence de la relation statistique estimée. Il n'y a selon nous que peu de chances de voir l'inflation repartir à court terme. **Mais l'accélération de la croissance mondiale à +3.5% en 2015 et une reprise probable du pétrole pourraient tout de même contribuer positivement à une hausse des anticipations en seconde partie d'année.**

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

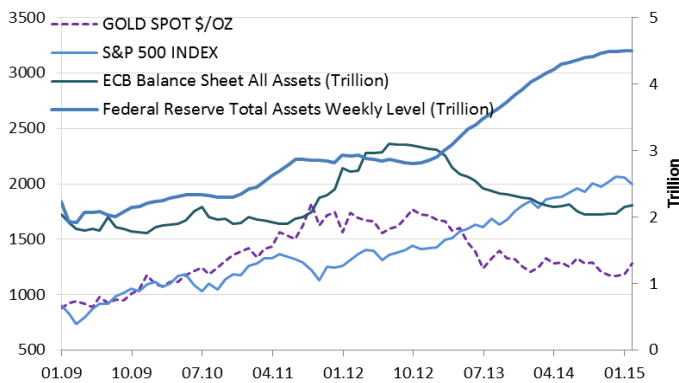
Le facteur « taux d'intérêt » affecte le coût d'opportunité de détention de l'or, mais la relation statistique entre taux nominaux et cours de l'or n'est pas non plus stable. Les taux réels en hausse, en raison de la baisse de l'inflation plus rapide ces derniers mois que celle observée sur les taux nominaux, reste un facteur négatif exacerbé par la chute des cours du pétrole. Les taux d'intérêt réels devraient enfin reculer en deuxième partie d'année lorsque les cours du brut se seront stabilisés à un niveau moyen plus proche de 65\$. **La baisse des taux d'intérêt réels devrait ainsi devenir un facteur positif.**

Le facteur « liquidité » est progressivement devenu moins favorable avec les espoirs croissants de reprise conjoncturelle aux Etats-Unis et l'annonce du « tapering ». La contraction du bilan de la BCE entre 2012 et 2014, avant l'annonce récente du QE, participait au ralentissement de la création monétaire des banques centrales, malgré une politique accommodante au Japon, et réduisait l'attrait pour le métal jaune. En 2015, le QE

européen ajoutera 60 milliards d'euros à la liquidité mondiale dès le mois de mars, tandis que le QQE japonais devrait être renforcé pour représenter environ 60 milliards de dollars par mois également.

Le facteur « liquidité » devrait donc à nouveau soutenir les cours des métaux précieux en 2015.

Création monétaire (USA-Europe), SPX et Or



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le facteur « géopolitique » ne nous semble pas devoir être surestimé en ce début 2015, malgré la crise ukrainienne, l'émergence de l'Etat Islamique et les perturbations régionales causées par cette nouvelle force exerçant une pression déstabilisante dans plusieurs pays producteurs de pétrole. Ce facteur a d'ailleurs tendance à avoir un effet limité dans le temps sur les cours de l'or dans la plupart des cas.

Le facteur « devises » est souvent évoqué comme un élément déterminant, mais il faut dans ce cas aussi relever que la corrélation négative avec le dollar n'est observée qu'à peine dans 55% des cas. Entre 2012 et 2013, la valeur du dollar « trade weighted » est restée stable, alors que les cours de l'or chutaient. A contrario, plus récemment, l'envolée du dollar de près de +20% s'est réalisée alors que les cours de l'or se stabilisaient autour de 1'250\$/l'once.

Le facteur « perception des risques » n'est depuis longtemps plus très positif pour l'or. En effet, les politiques monétaires 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 comme l'or ou l'argent. Ce coût d'opportunité, après six années de « bull market » et des actions américaines au plus haut, était clairement défavorable à l'or.

En 2015, nous pensons que la plupart de ces facteurs viendront renforcer les éléments fondamentaux déjà favorables à une reprise des cours de l'or.

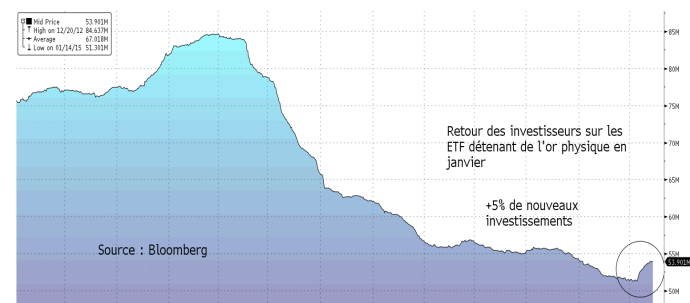
Demande d'investissement à nouveau en progression après une chute de -40% en 2 ans des positions en ETF physique

La demande totale d'or physique a atteint 3'923.7 tonnes en 2014, dont 904.6 tonnes uniquement représentaient la demande d'investissement nette. Ceci équivaut à une progression de +2% par rapport au chiffre de 2013 (885.4 tonnes). C'est avant tout la diminution des ventes d'ETF en or physique qui soutient cette progression. En effet, les ventes d'ETF, qui correspondaient à environ 880 tonnes en 2013, se sont tariées progressivement pour ne représenter finalement que 159 tonnes en 2014. Notons par ailleurs que pour la première fois depuis décembre 2012, l'or physique détenu dans l'ensemble des fonds ETF dans le monde a progressé en janvier 2015.

En quelques semaines, la quantité d'onces d'or détenue a bondi de 51 millions à près de 54 millions d'onces, soit une hausse de +5%.

Le retour des investisseurs sur les ETF détenant de l'or physique est un signe encourageant indiquant un retour certainement graduel de la demande d'investissement au moment où la BCE annonçait un QE de 1.3 trillions d'euros. Les fonds basés aux Etats-Unis ont été les premiers à bénéficier du retour des investisseurs.

Total des positions en or physique dans les ETF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au-delà de cet élément, la demande totale d'investissements mesurée par le World Gold Council semble avoir progressé de +18% entre 2013 et 2014, passant de 1'071.3 tonnes à 1'259.1 tonnes.

La demande de bijouterie en baisse de -10% mais toujours au-dessus de la moyenne à 5 ans

La demande de bijouterie a marqué le pas en 2014 en glissant de -10% à 2'152.9 tonnes. Ce résultat n'est pourtant pas surprenant compte tenu de la très forte demande enregistrée en 2013 suite à la chute des cours, en Asie notamment. La demande annuelle reste cependant au-dessus de la demande moyenne des cinq dernières années (2'053 tonnes). Mais c'est le retour en force de la

demande au 4^{ème} trimestre 2014 (plus fort trimestre depuis 2007) qui constitue une bonne surprise.

La Chine était devenue le plus grand importateur d'or grâce à des importations dépassant 1'000 tonnes en 2013. La demande de bijouterie indienne, malgré des entraves fiscales importantes, a atteint un nouveau record à 662 tonnes, devançant à nouveau la demande chinoise évaluée à 623.5 tonnes, en baisse de -33% par rapport à l'année précédente.

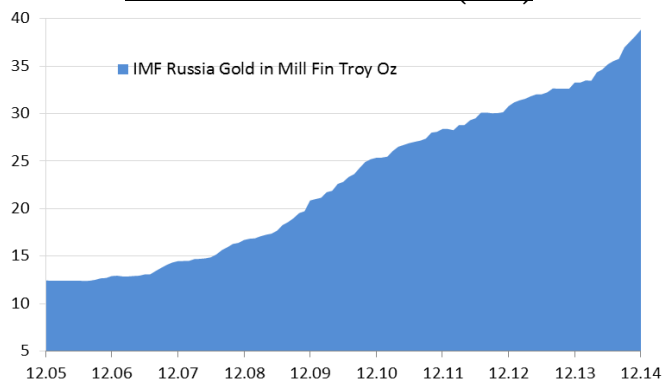
Phénomène intéressant, on constate en 2014 une reprise de la demande de joaillerie aux Etats-Unis (+9%) et au Royaume-Uni (+18%).

La demande de bijouterie a donc progressé très sensiblement de 132.4 tonnes aux Etats-Unis, ce qui constitue la plus forte demande depuis 2009.

Les banques centrales renforcent leurs achats d'or physique de +17% en 2014

Après avoir été vendeuses nettes d'or entre 1989 et 2009, les banques centrales ont encore acheté 477 tonnes d'or en 2014. Après une excellente année 2013 (409 tonnes), les banques centrales renforcent encore leurs achats d'or et enregistrent en 2014 la deuxième plus forte année d'accumulation d'or physique depuis 50 ans. La Russie a été le plus important acteur parmi les banques centrales en ajoutant 173 tonnes à ses stocks en 2014. Depuis 2007, les réserves d'or russes ont progressé de 400 à 1'280 tonnes (soit 38.8 millions d'onces).

Réserves d'or de la Russie (IMF)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'offre mondiale est stable en 2014 mais devrait baisser en 2015

L'offre globale est en baisse au 4^{ème} trimestre 2014 en raison notamment de la chute de l'offre de recyclage. L'activité de recyclage est à son plus bas niveau depuis sept ans à 1'121.7 tonnes, en baisse de 140 tonnes. La production minière a atteint 3'144.4 tonnes en 2014, en légère hausse de +2%. Cette dernière hausse devrait pourtant faire place à une baisse de la production en 2015.

Conclusion

Les cours de l'or se stabilisent au-dessus de 1'200\$ l'once depuis juin 2013, mais la dynamique haussière peine encore à se mettre en place.

Pourtant, la liquidité mondiale est soutenue par le nouveau QE européen et le QQE japonais et les facteurs négatifs disparaissent progressivement.

Le sentiment est à nouveau négatif à court terme avec seulement 27% de « bulls », ce qui nous semble un indicateur « contrarian » favorable

Pour la première fois depuis 2012, on assiste à nouveau à un regain d'intérêt des investisseurs pour les ETF investis en or physique (hausse de +5% après une baisse de -40% depuis 2012)

Du côté des fondamentaux, les composantes de la demande sont toujours solides, tandis que l'offre se stabilise et se réduira en 2015.

Les cours de l'or et de l'argent devraient bénéficier de ces facteurs pour retrouver les niveaux de 1'400\$ et 20\$ en 2015.

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