

La politique de Trump : un facteur positif pour l'or en 2017

Premières semaines chaotiques à la Maison-Blanche. L'inflation atteint 2.5% aux Etats-Unis. Hausse de la demande d'investissement. Marché déséquilibré. Hausse des cours de l'or.

Points clés

- La politique de Donald Trump renforce les perspectives haussières pour l'or en 2017
- La plupart des facteurs déterminants sont maintenant favorables à une hausse de l'or
- Les risques systémiques, politiques et géopolitiques augmentent très sensiblement
- La déflation est oubliée, l'inflation fait son retour aux Etats-Unis et dépasse l'objectif de la Fed
- Les taux d'intérêt ne pénalisent pas l'or
- La liquidité mondiale reste en croissance
- La hausse du dollar s'épuise
- Hausse de la volatilité favorable à l'or
- Forte progression de la demande d'investissement
- Rebond de la demande de bijouterie
- Offre mondiale, marché déséquilibré
- Les positions spéculatives sont à nouveau basses

La politique de Donald Trump renforce les perspectives haussières pour l'or en 2017

L'année 2016 aura été celle du retournement du cycle de l'or. 2017 devrait être celle d'une relance plus nette de la tendance haussière. Ce renversement a été très marqué au premier semestre en particulier, grâce à la hausse du 1^{er} trimestre (+16.4%), la plus forte enregistrée depuis 1986, et à la progression très nette qui a poussé plus haut les cours du métal jaune au second trimestre (+7.2%). Après une telle avancée, les cours de l'or ont finalement glissé en novembre et décembre suite à l'appréciation du dollar et à l'application du processus de normalisation des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine.

Les fondamentaux du marché de l'or s'étaient déjà améliorés en 2016, mais ils devraient se renforcer et soutenir plus largement encore une revalorisation du métal jaune en 2017.

Les facteurs clés du marché de l'or nous semblaient donc déjà favorables avant qu'un nouvel élément tout à fait décisif ne commence à voir le jour depuis quelques semaines, venant ainsi renforcer les probabilités de hausse de l'or en 2017.

En effet, alors que nous estimions il y a quelques mois que les risques systémiques, politiques et géopolitiques ne seraient probablement pas des facteurs pouvant affecter significativement les cours de l'or en 2017, l'élection de Donald Trump et ses premières semaines d'exercice du pouvoir nous paraissent désormais constituer au contraire des nouveaux facteurs d'incertitude et d'accroissement des risques. Pour l'heure, les marchés financiers préfèrent se concentrer sur les effets positifs attendus d'une future politique fiscale clairement favorable aux entreprises américaines pour pousser plus haut les cours des actions. Depuis le 8 novembre, les actions américaines (+10%) sont en hausse conformément à nos attentes, alors que les cours de l'or (-3%) se sont légèrement affaiblis dans ce climat boursier plutôt optimiste.

La politique de Donald Trump s'imposera progressivement comme un facteur de soutien de la demande d'or d'investissement, de protection et de diversification des risques.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La plupart des facteurs déterminants pour l'évolution de l'or sont maintenant favorables

Parmi les facteurs positifs principaux, nous relevons l'influence favorable 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 persistant de la demande d'investissement. **Mais l'élément clé de ces dernières semaines est sans aucun doute l'émergence de nouveaux risques géopolitiques et politiques, ainsi que les nouvelles incertitudes provoquées par un début de présidence chaotique de Donald Trump.**

Les risques systémiques, politiques et géopolitiques augmentent fortement

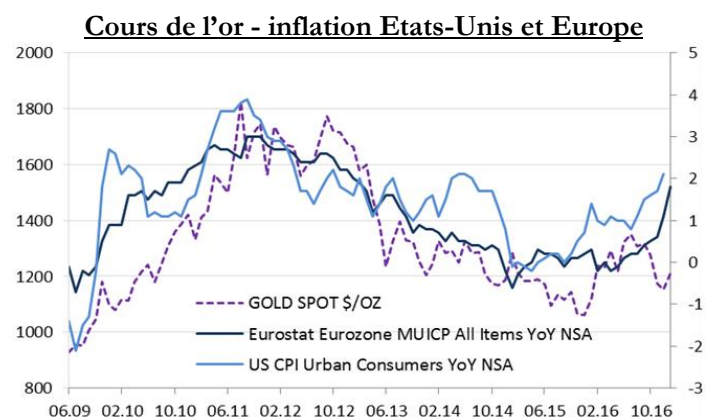
Ce facteur de risque, qui avait soutenu la hausse de l'or jusqu'en 2012, a ensuite été un élément défavorable. La diminution des risques d'éclatement de la zone euro avait en effet modifié la tolérance au risque des investisseurs et diminué leur besoin de polices d'assurance, que représentaient jusqu'alors clairement des positions en or. Ce facteur avait ensuite encore perdu de son importance avant que le vote britannique ne soutienne la demande d'or en raison des conséquences possibles d'un Brexit pour le Royaume-Uni, l'Europe et l'économie mondiale. Ce risque reste présent, comme celui des élections européennes en 2017 d'ailleurs, mais il nous semble être relégué au second plan depuis l'investiture du nouveau président Trump. Les investisseurs qui espéraient un changement d'attitude de sa part, lorsque celui-ci prendrait ses fonctions, doivent se rendre à l'évidence : pour l'instant, le style de gouvernance du nouveau président est totalement dans la ligne de celle du candidat. Sur le plan international, ces premières semaines au pouvoir n'ont pas rassuré les observateurs, c'est le moins que l'on puisse dire. La première consternation passée, l'inquiétude semble désormais être assez largement partagée dans l'opinion publique et auprès de nombreux gouvernements, y compris de ceux faisant historiquement figure de partenaires de premier plan. Il n'est pas interdit d'espérer que le système politique et judiciaire américain soit en mesure de jouer son rôle de contre-pouvoir efficace pour assurer une gouvernance conforme à celle que l'on peut attendre de la première démocratie et puissance économique mondiale. On assiste d'ailleurs peut-être déjà à l'action de ce contre-pouvoir dans le cas du décret anti-musulmans – interdisant l'entrée sur le sol américain de ressortissants de sept pays majoritairement musulmans – qui a été bloqué par des juges américains. Ou encore dans celui du conseiller à la sécurité nationale Michael Flynn, forcé de démissionner en raison de son dialogue

et de ses liens avec Moscou. Mais ce camouflet ne devrait certainement pas modifier le style de gouvernance du président, qui semble toujours autant apprécier la provocation et la confrontation. Il y a donc fort à parier que les diplomates américains devront faire preuve de créativité et de subtilité ces prochains mois pour maintenir un dialogue serein et constructif avec les partenaires des Etats-Unis. **Les risques de dérapages politiques paraissent dans ce contexte tout à fait sous-estimés et leurs implications pour les marchés financiers et le marché de l'or en particulier devraient progressivement être prises en considération. Ce facteur apparaît donc clairement en 2017 comme un nouveau facteur de risque important, qui affectera selon nous positivement la demande d'or physique à titre de valeur refuge.**



La déflation est oubliée, l'inflation fait son retour aux Etats-Unis et dépasse l'objectif de la Fed

Ce facteur est redevenu favorable depuis 2015, lorsque l'inflation est passée de 0% à plus de 1% en décembre aux Etats-Unis. Elle est aujourd'hui de +2.5% sur un an. La reprise des indices de prix 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.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 et le rebond des

cours du pétrole contribuent 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.**

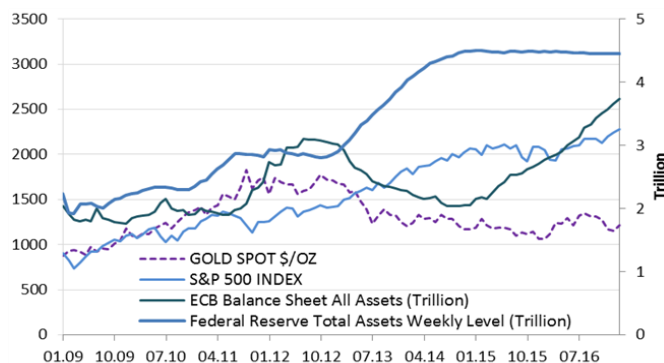
Les taux d'intérêt ne pénaliseront pas l'or

Le facteur « taux d'intérêt » a récemment été associé au coût d'opportunité lié à la détention d'or physique, mais en période de remontée de l'inflation notamment, cet argument est selon nous marginal. Par ailleurs, les taux réels sont devenus négatifs en raison d'une hausse de l'inflation souvent supérieure aux rebonds des taux longs. Les cours de l'or ont cependant réagi négativement à court terme à la remontée des taux nominaux. Mais les indices de prix de janvier suggèrent que les taux réels pourraient bien rester bas tant aux Etats-Unis qu'en Europe ou en Suisse. Si les politiques monétaires ultra-accommodantes n'ont pas encore atteint leur objectif de relance de l'inflation à 2% – à l'exception notable des Etats-Unis – les attentes inflationnistes progressent et la hausse des cours des matières premières crée les conditions d'une relance.

La liquidité mondiale reste en croissance

Le facteur « liquidité » constitue 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.

Création monétaire (USA-Europe), SPX et or



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

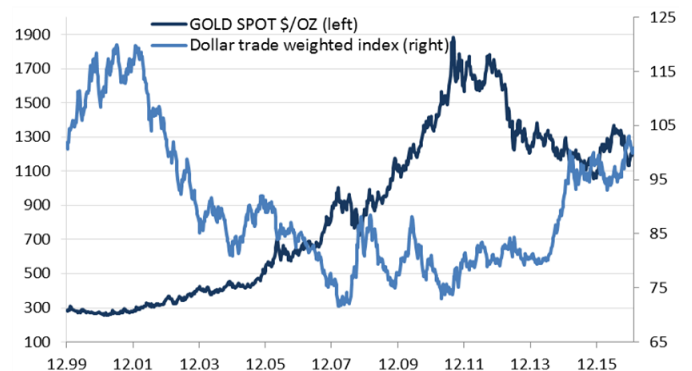
Si aux Etats-Unis, le triplement de la taille du bilan de la Réserve fédérale a bien été accompagné d'une hausse des cours de l'or (+127%) entre 2008 et 2011, la deuxième vague d'injection de liquidités opérée entre

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, la BCE contractait son bilan d'un trillion d'euros. La conjonction de ces deux tendances avait donc plutôt eu 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 encore accroître leurs injections monétaires et soutenir la hausse de la liquidité.

La hausse du dollar s'épuise

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 est instable et oscille entre -0.1 et -0.6. Entre juin 2010 et juin 2011, les mouvements de l'or ont été opposés à ceux du dollar, mais 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 s'est concrétisée alors que la devise américaine restait relativement stable, mais la hausse du dernier trimestre du dollar a effectivement pesé sur les cours de l'or.

Dollar trade weighted index/or



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous estimons que la hausse du dollar a déjà été consécutive depuis l'été 2014. Il est probable qu'une poursuite de l'appréciation du dollar ne soit pas souhaitable pour l'économie américaine ; c'est en tout cas la position du président américain qui la considère comme une menace pour la pérennité de la croissance.

Volatilité en hausse favorable au cours de l'or

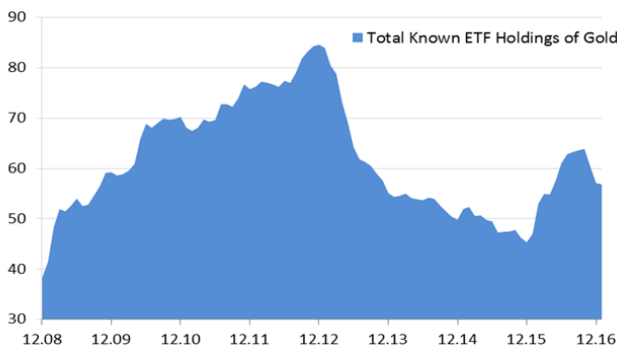
Le facteur « safe haven » n'était plus très positif pour l'or en raison de la baisse de la volatilité sur les marchés actions. Les actions des banques centrales, la reprise conjoncturelle et plus récemment l'optimisme provoqué par les attentes de réforme fiscale ont contribué à rassurer

les investisseurs et à créer un climat d'investissement plus propice à la prise de risque, favorisant une réallocation d'actifs en faveur des actions au détriment des valeurs refuges. **On assistera certainement en 2017 à une hausse de la volatilité dans les marchés actions qui sera à nouveau favorable à l'or.**

Progression de la demande d'investissement

Le retour massif des investisseurs après la première étape de normalisation de la politique monétaire américaine et près de douze trimestres de désinvestissements est certainement un phénomène significatif. La demande d'ETF a été exceptionnelle en 2017, puisqu'à l'exception des mois de novembre et de décembre, les flux de fonds ont été positifs et représentaient au total environ 660 t. 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

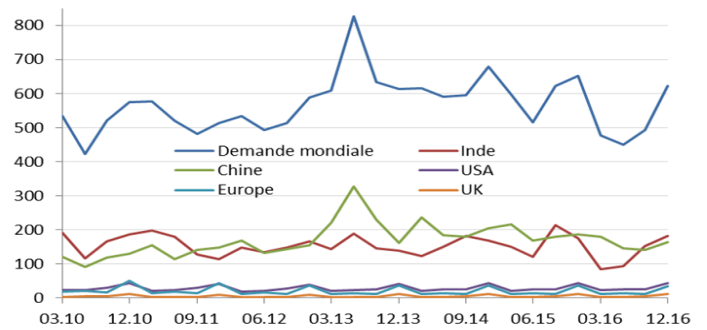


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 d'environ 15%, représentant une diminution d'environ 347t de la demande mondiale de joaillerie. Les demandes indienne et chinoise devraient pourtant reprendre en 2017 et avoir un impact positif significatif sur l'équilibre du marché.

Demande de joaillerie



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

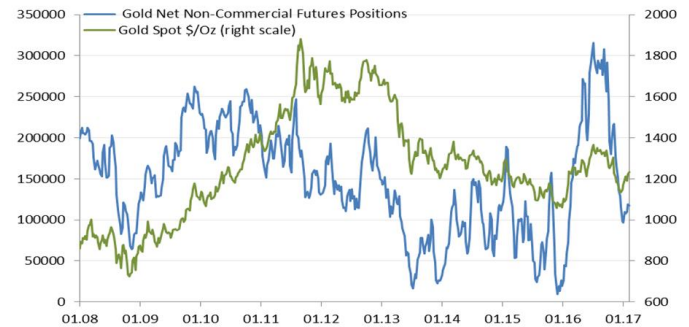
L'offre mondiale restera stable

L'offre mondiale a légèrement augmenté de +2% en 2016. Elle devrait rester relativement inchangée en 2017 en raison d'une offre de recyclage en perte de vitesse et d'une activité prudente des producteurs, toujours concernés par la rationalisation de leurs processus de production, par la recherche de contraction de coûts et une exploitation plus orientée sur les mines les plus rentables au détriment des actifs moins performants. Nous n'anticipons pas encore de relance du cycle du Capex pouvant contribuer à une hausse de l'offre. L'offre globale restera donc certainement inchangée et inférieure à la demande.

Conclusion

Le marché de l'or sera caractérisé en 2017 par une demande excédant l'offre. Le faible niveau actuel des positions spéculatives suggère que cela aura un impact très favorable sur les cours du métal jaune.

Niveau des positions spéculatives



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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