



« Sauvez l'or de la Suisse », une initiative à 65 milliards de francs

En cas de succès de l'initiative, la BNS devrait acheter 1'760 tonnes d'or, soit 55% de la production annuelle mondiale. Un tel tsunami de la demande soutiendra les cours.

Points clés

- Le succès de l'initiative « Sauvez l'or de la Suisse » impliquerait 65 milliards de francs de nouveaux investissements en or physique de la BNS
- La nouvelle obligation légale de détenir 20% de ses actifs en or représenteraient 104.4 milliards, soit 1'760t additionnelles pour un total de 2'800t
- Les achats de la BNS seraient plus importants que l'or physique détenu dans tous les ETF existants
- Le programme d'achat, équivalent à 55% de la production et de la demande mondiale, devrait provoquer un rapide renversement des positions spéculatives aujourd'hui au plus haut depuis 1993
- Les cours de l'or pourraient rapidement reprendre une tendance haussière
- Après un « bear market » de 40% entre 2011 et 2014, les cours de l'or pourraient revenir en 2015 au-dessus de 1'500 \$ l'once.

Bilan de la BNS : les réserves en or physique ne représentent que 7.4% au 3^{ème} trimestre

Selon les chiffres publiés par la BNS au 30 septembre, les réserves de devises au bilan de notre banque centrale représentaient 471 milliards de francs suisses. Les réserves de la BNS auprès du FMI se montaient à 2.2 milliards, les moyens de paiement internationaux (SDR) totalisaient 4.3 milliards et les actions suisses 3.8 milliards. La proportion d'or physique (et créances résultant d'opérations sur l'or) détenue représentait 38.9 milliards.

Les réserves actuelles en or représentent donc 7.4% du bilan de la BNS estimé à 522 milliards de francs. La BNS déclarait en effet détenir 1'040 tonnes (t) d'or physique, valorisées à un cours de 1'208\$ l'once, soit 1'153 francs ou 36'900 francs le kilo, pour un total de 38.9 milliards de francs.

Toutes choses égales par ailleurs, si l'initiative pour « sauver l'or de la Suisse » devait l'emporter, la BNS devrait porter à 20% la proportion d'or physique détenue dans ses coffres.

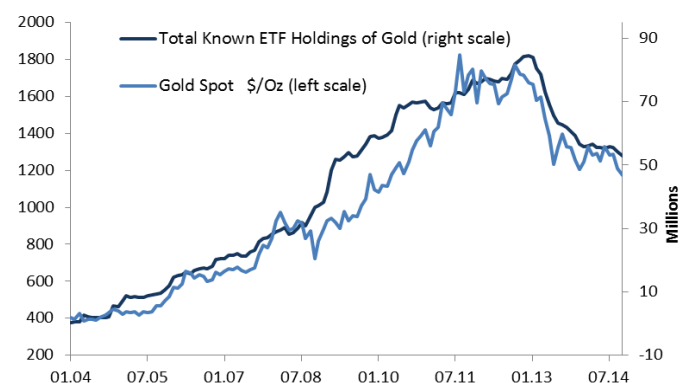
Ce pourcentage représenterait un montant global de 104.4 milliards de francs.

A périmètre constant, la BNS devrait ainsi se porter acquéreuse d'un stock d'or supplémentaire correspondant à la différence entre la valeur actuelle et celle déterminée par la proportion minimale indiquée dans le texte de l'initiative (*Art. 99 nouveau alinéa 3 : « La Banque nationale suisse doit détenir une part importante de ses actifs en or. La part de l'or ne doit pas être inférieure à 20% »*).

Elle devrait ainsi acheter pour 65 milliards d'or, soit 1'760t dans le marché physique, pour remplir ses nouvelles obligations légales. Ceci correspond à environ 55% de la production annuelle mondiale estimée au 30 septembre à 3'154t.

Selon les dispositions transitoires prévues dans le texte de l'initiative (*Art. 197 nouveau alinéa 2 : « L'alinéa 3 doit être mis en œuvre dans un délai transitoire de 5 ans... »*), une période d'ajustement est prévue.

Cours de l'or et total en or physique détenu en ETF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les achats de la BNS auront un effet haussier sur les cours de l'or et sur la valeur du franc

Entre 2012 et 2014, les ventes de positions détenues par les investisseurs dans des ETF (Exchange Traded Funds) investis en or physique ont représenté un volume de 33 millions d'onces d'or, soit l'équivalent de 1'061t d'or. Ces ventes extraordinaires se sont ajoutées à la production mondiale des mines d'or et ont ainsi augmenté temporairement de près de 33% l'offre totale mondiale d'or.

L'impact sur les cours de l'or de cette hausse de 33% de l'offre à court terme fut considérable, provoquant une chute d'environ -50% des cours, malgré une demande asiatique particulièrement solide.

A contrario, il est probable que l'apparition d'un nouvel acteur majeur, la BNS, forcée d'acquérir 1'760t de métal jaune, aura un impact haussier sur les cours de l'or. Cet effet est d'autant plus probable que les achats de la BNS correspondraient dans cette éventualité à la totalité des stocks actuellement détenus dans tous les ETF en or physique et à 55% de la production annuelle mondiale de métal jaune.

S'il est difficile d'évaluer l'impact précis de ce déséquilibre entre l'offre et la demande sur les prix de l'or, gageons toutefois qu'il renverserait certainement la tendance en place et créerait les conditions d'un retour des cours vers les niveaux de 2012 à 1'500\$ l'once.

Une hausse des cours de l'or de 1'200\$ à 1'500\$ pourrait ainsi rapidement intervenir dans l'anticipation de ce programme d'achat de la BNS en cas de vote positif. Le retournement des positions spéculatives à la baisse au CFTC proches du plus haut historique depuis 1993 (121'225 contrats shorts) pourrait accélérer la hausse.

La BNS détient un stock d'or très important en termes absolus et relatifs

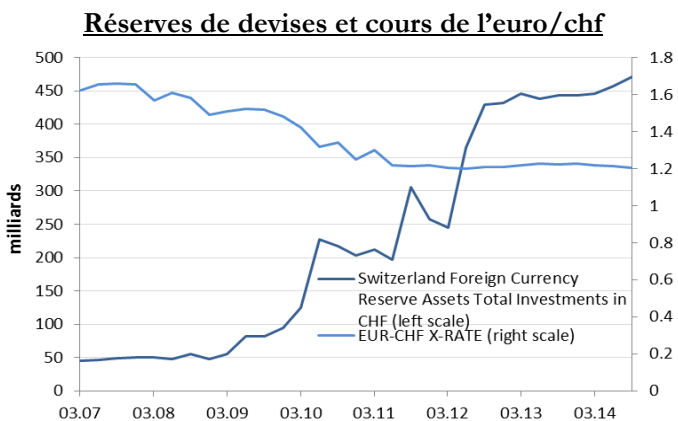
La BNS dispose aujourd'hui déjà de la 4^{ème} réserve d'or physique (1'040t) des banques centrales européennes (Allemagne 3'384t, Italie 2'451t, France 2'435t) selon les données publiées par le World Gold Council. Seuls les Etats-Unis (8'133t), le FMI (2'841t) et la Russie (1'149t) surpassent encore le niveau actuellement détenu par la Suisse. En termes relatifs à sa population, son PIB ou sa masse monétaire, la Suisse dispose déjà des plus grandes réserves d'or en comparaison internationale.

Le programme d'achat envisagé par l'initiative en périmètre constant, c'est-à-dire sans modification du niveau actuel du bilan de la BNS, représenterait plus qu'un doublement de la position actuelle à 2'800t d'or, ce qui placerait finalement le stock d'or de la Suisse juste derrière celui du FMI et devant ceux de l'Italie et de la France, des pays aux populations 8 fois plus importantes.

Mais surtout, au cours des prochaines années, la demande d'or physique de la BNS représenterait un montant colossal en comparaison internationale, car avec une demande additionnelle de 1'760t, la BNS multiplierait par 3 ou 4 le niveau actuel de la demande totale de toutes les banques centrales confondues (estimations oscillant entre 409t et 544t ces dernières années).

Même échelonnée dans le temps, la demande annuelle d'or physique de la BNS égalerait celle de toutes les autres banques pendant 4 ans.

Rappelons que le bilan de la banque centrale a progressé de 50 milliards entre 2000 et 2008 à près de 500 milliards pendant la crise financière. La BNS a ainsi multiplié par dix son bilan en émettant des francs suisses pour lutter contre l'appréciation excessive de notre devise, alors perçue comme une monnaie refuge. La défense du taux plancher à 1.20 contre euro a d'abord impliqué en 2011 des interventions sur les marchés des changes de 154 milliards de francs. Il aura ensuite fallu 200 milliards de plus pour stabiliser le franc au-dessus du niveau fixé.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

C'est bien en raison de ces interventions salutaires pour l'économie suisse et pour nos exportations que les réserves d'or ne représentent aujourd'hui plus qu'un faible pourcentage des réserves globales de la BNS (7.4%). Mais si la situation sur le marché des changes devait se stabiliser et permettre à la BNS de réduire la taille de son bilan à celle de 2009 (94.6 milliards), la Suisse disposerait de facto, à stock constant, de réserves d'or physique représentant 41% de son bilan.

Les autres banques centrales ont conservé leurs stocks depuis la crise financière

Selon le dernier rapport publié par le World Gold Council, les banques centrales ont encore été nettes acheteuses d'or physique au 3^{ème} trimestre 2014, pour une quantité globale de 92.8t. Depuis le début de l'année, les quantités acquises atteignent 335t, soit un peu plus encore qu'à la même période en 2013 (324t). Les achats d'or physique sont essentiellement le fait de la Russie (55t), du Kazakstan (28t) et de l'Azerbaïdjan (7t).

A l'exception de ces banques centrales, la plupart des autres banques semblent avoir été inactives.

Les Etats-Unis déclarent toujours à peu près les mêmes stocks d'or physique (8'133t) depuis 40 ans et la Chine sous-estime certainement ses réserves en n'avouant que 1054t de stock en 2014 ; il en va sans doute de même pour les réserves de la Russie.

Le 3^{ème} Central Bank Gold Agreement (CBGA) est arrivé à son terme en septembre 2014 et a démontré la volonté des banques centrales de conserver leurs stocks existants pendant cette période de crise et de politiques monétaires accommodantes. En effet, seulement 207t d'or ont été vendues par des banques centrales entre 2009 et 2014, pour un total « autorisé » de 2'000t, le FMI ayant à lui seul représenté 87% de ces ventes (181t). L'essentiel des autres ventes concernait d'ailleurs des programmes de frappes de pièces d'or.

Le 4^{ème} CBGA, entré en vigueur le 27 septembre pour 5 ans, a rappelé 3 points importants :

1. l'or reste une composante importante des réserves monétaires
2. les banques centrales signataires continueront de coordonner leurs transactions pour éviter des perturbations
3. les banques centrales n'ont aucun plan de vente significative d'or physique pour les cinq prochaines années

Contrairement au 1^{er} et 2^{ème} CBGA qui avaient vu les banques centrales réduire leurs stocks d'or physique entre 2000 et 2008, on a ensuite assisté à un effondrement des ventes et à un renversement de tendance. Depuis 2010, les banques centrales sont à nouveau acheteuses nettes.

La demande d'or physique des banques centrales restera donc très probablement positive au cours des cinq prochaines années et soutiendra la demande et les cours de l'or.

Plus de limites aux opérations de dérivés, prêts, échanges depuis 2009 dans les CBGA

Le 1^{er} CBGA, connu sous le nom de Washington Agreement on Gold (1999), est intervenu lorsque les cours de l'or étaient au plus bas et que les ventes non coordonnées des banques centrales étaient perçues comme un facteur perturbateur et déstabilisant du marché. A cette date, 15 banques centrales européennes incluant la BNS, s'étaient entendues pour la 1^{ère} fois dans l'objectif de limiter leurs ventes à 2'000t sur cinq ans.

Elles avaient aussi pris soin d'indiquer à ce moment que leurs prêts et l'utilisation de dérivés n'augmenteraient pas non plus, en rendant publiques à cette date les quantités d'or prêtées (2'119t).

D'autres banques centrales se sont alors informellement jointes à ce programme (USA, Japon, Australie, FMI et BRI). Le 2^{ème} CBGA en 2004 réitérait les principes du 1^{er} accord, mais n'était pas ratifié par le Royaume-Uni et fixait à 2'500t le plafond autorisé de vente et à 2'100t le maximum de prêts et dérivés.

Le 3^{ème} accord signé en 2009 n'incluait plus, étonnamment, de limite aux activités de prêt et d'utilisation de dérivés.

Ainsi, les banques centrales, et la BNS en particulier, pouvaient légalement selon leur gré prêter leur or physique sans limite à d'autres contreparties en échange d'une rémunération calculée de la manière suivante :

$$\text{Lease rate} = \text{LIBOR} - \text{GOFO (Gold Forward Offered rates)}$$

Le **GOFO** (*Gold Forward Offered rate*) est le taux auquel les banques détenant de l'or physique sont d'accord de le prêter en échange d'une quantité donnée de dollars. En d'autres termes, c'est le rendement obtenu en vendant théoriquement de l'or contre des dollars et ensuite en le rachetant plus tard (six mois, un an ou plus). Entre temps, la banque prêtant l'or physique peut réinvestir les dollars obtenus comme elle le souhaite, par exemple au taux LIBOR.

Le taux **LIBOR** (*London Interbank Offered Rate*) étant le taux d'intérêt utilisé par les banques pour emprunter/prêter des dollars entre elles sans collatéral.

Le marché de l'or physique ou de gré à gré des métaux précieux de Londres est organisé par la LBMA (London Bullion Market Association) depuis 1919 pour l'or. Plus de 500 tonnes d'or physique par jour y sont échangées et c'est aussi le lieu d'organisation de prêts, de contrats à termes et d'échanges à termes (swaps).

C'est en général au travers de la LBMA que sont organisés en toute discrétion les prêts d'or des banques centrales au profit d'institutions financières ou « bullion banks » emprunteuses. Il en va de même des contrats à termes de stocks d'or. La différence entre le cours au comptant et le prix à terme est fonction du GOFO, des coûts de stockage, d'assurance et de financement.

Enfin, les opérations de swap permettent d'échanger pour une durée déterminée un stock contre des liquidités sans perdre la propriété de son or et donc sans l'aliéner.

Une banque centrale peut donc ainsi prêter une partie de son stock d'or et financer d'autres investissements.

L'acceptation de l'initiative sur l'or de la BNS limitera sa capacité d'action et son indépendance

Selon les derniers sondages de la SSR du 24 octobre, 44% des sondés accepteraient l'initiative contre 39% qui la refuseraient. Les indécis, encore nombreux (17%), peuvent théoriquement changer le résultat final, mais les probabilités sont encore en faveur d'un vote positif à quelques jours du scrutin.

Les conséquences de l'acceptation par le peuple de cette initiative pour la BNS et la Suisse seront multiples et dans certains cas difficiles à évaluer.

A la lumière de ce qui a été évoqué dans les colonnes précédentes, ce n'est finalement pas tant l'obligation de détenir une part d'or physique au moins égale à 20% du total des actifs de la BNS que l'impossibilité de ventes du stock constitué qui serait la plus contraignante des conditions.

Car en admettant que la BNS applique dès le 1^{er} janvier le quota de 20% à son bilan actuel, les réserves en or physique devraient s'établir à 104 milliards. L'impossibilité de revente, quelles que soient les conditions économiques, politiques ou financières impliquerait tout d'abord que la BNS ne pourrait en aucun cas réduire ultérieurement son bilan en-dessous du niveau fixé par ses positions en or (104 milliards).

Elle ne pourrait pas, même si les conditions le justifiaient, revenir à la situation qui prévalait avant l'introduction de la politique de défense du niveau plancher du taux de change euro/franc suisse et réduire son bilan à moins de 104 milliards de francs. Pire, si la défense du taux plancher devait impliquer de nouvelles interventions similaires à celles de 2011 par exemple (175 milliards), le nouveau niveau incompressible du bilan de la BNS progresserait à 140 milliards. Cette éventualité n'est pas à négliger au moment où le taux de change s'approche inexorablement du niveau d'intervention de 1.20, car l'acceptation de l'initiative renforcera sans doute un peu plus encore le statut de valeur refuge de notre monnaie poussant la BNS à l'action.

Clairement, l'alinéa 1 du nouvel art. 99a (*« Les réserves d'or de la BNS sont inaliénables »*) pose ainsi un problème en matière de conduite de la politique monétaire suisse et bride les moyens d'action de la BNS. Cette disposition est en ce sens dommageable aux intérêts de la Suisse et nuit gravement à l'indépendance de la BNS.

Pour terminer, l'alinéa 2 du même article (*« Elles doivent être stockées en Suisse »*) peut également nuire à la capacité d'action de la BNS et à la conduite efficace de sa politique monétaire. Car l'utilisation de l'or comme source de financement est plus aisée si l'opération est réalisée dans des marchés organisés. La diversification actuelle des lieux de stockage dans des pays disposant de place de négoce de l'or est de ce fait une stratégie efficace qui devrait être maintenue. La détention exclusive en Suisse limitera de fait les moyens d'actions de la BNS sur ce point.

Conclusion

L'acceptation de l'initiative populaire le 30 novembre donnera un signal « bullish » au marché de l'or dans un contexte fondamental déjà favorable.

Une hausse de 55% de la demande mondiale, même échelonnée dans le temps, devrait provoquer un renversement des positions spéculatives.

Les cours de l'or pourraient rapidement reprendre une tendance haussière et revenir en 2015 au-dessus de 1'500\$ l'once.

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