

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé- CTO

18 avril 2013

Confiance, défiance, opportunité...il faudra encore vite trancher

Quelle logique et quelle rationalité dans la chute brutale de l'or, la contagion rapide aux autres matières premières et l'absence de réaction à ce jour des marchés actions ?

Points clés

- Pas de raison fondamentale pour justifier la chute de l'or
- L'amélioration du climat des investissements ne signifie pas la disparition de tous les risques
- Hausse de l'intensité des QE grâce au Japon
- La remise en question généralisée des facteurs fondamentaux est infondée
- L'excès d'optimisme sur les actions explique le désintérêt pour l'or pénalisé par une situation technique exceptionnelle
- Même une bonne croissance décevra des investisseurs désormais trop enthousiastes
- Le risque augmente sur les marchés actions
- L'or et les matières premières offrent déjà des opportunités d'investissement

Toutes les explications sont finalement bonnes aujourd'hui pour tenter de justifier la chute historique de l'or de ces derniers jours

Parmi toutes les explications ou raisons évoquées pour justifier la chute historique de l'or en seulement deux jours de -14%, les 12 (-9.11%) et 15 (-5.02%) avril 2013, la première mentionnée a souvent été **la disparition durable des risques systémiques et l'amélioration très significative du climat des investissements depuis plusieurs trimestres.**

Nous l'avons déjà évoqué dans ces colonnes, depuis le mois de mai 2012, le sentiment des investisseurs s'est effectivement progressivement amélioré, passant d'un pessimisme noir à un optimisme de plus en plus criant.

Il est aussi vrai qu'au cours des neuf derniers mois, il y avait eu matière à soutenir un tel changement d'attitude, à commencer par les nouvelles économiques aux Etats-Unis, qui ont régulièrement souligné le renforcement

du cycle conjoncturel, confirmant de fait nos prévisions économiques et financières.

Ainsi, selon cette analyse, l'or perdait, peut-être pour longtemps, puisque d'aucuns évoquaient déjà la fin du « bull market » pour le métal jaune, son rôle de valeur refuge et de police d'assurance, désormais sans fondement dans un nouveau monde enfin débarrassé de toutes formes d'excès et de risques.

Nous ne partageons naturellement pas cette vision et reviendrons plus tard sur ce point.

Or physique en USD



Sources : Bloomberg, BBGI Group

En prolongement de ces explications initiales, on observait plus généralement ces derniers jours une remise en question presque systématique de tous les facteurs de soutien connus à la hausse des cours de l'or, sans grand discernement selon nous.

Ainsi, le renforcement de la croissance aux Etats-Unis par exemple, justifierait une interruption prochaine du QE américain et soustrairait de fait un des facteurs les plus importants de soutien à la hausse de l'or. Rappelons tout de même sur ce point que la banque centrale japonaise vient d'annoncer un QQE d'une taille similaire à celui appliqué par la Réserve Fédérale et dont la pérennité sera

même subordonnée à la création d'une inflation significative (2%) du point de vue des autorités centrales japonaises.

En Europe, la fin de la création monétaire n'est sans doute pas pour tout de suite, la BCE pourrait même d'ailleurs intensifier son action, tandis qu'aux Etats-Unis, nous n'anticipons pas un changement de politique monétaire significatif en 2013. Le président de la Fed n'est sans doute pas prêt à suivre rapidement la thèse de l'inutilité du QE au point actuel du cycle conjoncturel de l'économie américaine. Par ailleurs, il est aussi réducteur d'affirmer que la hausse de l'or est justifiable par la simple existence d'un QE sans relever que ce sont les effets inflationnistes attendus des QE qui en sont le véritable moteur. Nous ne partageons donc pas cet argument et considérons que si l'inflation anticipée est bien l'un des facteurs clés supportant la hausse de l'or, un « top » séculaire pour le métal jaune ne sera atteint que lorsque les effets des politiques monétaires sur les indices de prix apparaîtront.

Au chapitre des risques systémiques, il est aussi intéressant d'observer que, quelques jours seulement après la crise chypriote, on puisse encore argumenter que les risques politiques et financiers en Europe soient écartés et que disparaissent de fait les besoins de protection et d'assurance des investisseurs. **Les risques politiques et systémiques subsistent même si leur ampleur semble réduite.**

En outre, la chute massive et souhaitée par le gouvernement japonais de la devise nippone n'annonce pas non plus la fin de la guerre des devises et de la dévaluation compétitive.

La perte de valeur des devises par la création monétaire, mise en évidence par l'explosion des bilans des banques centrales, ne semble donc pas sur le point de s'arrêter et laisse toujours l'or comme seul moyen d'échange dont le pouvoir d'achat ne peut être dévalué par une banque centrale.

Les vraies raisons de la chute de l'or sont plus simples, moins fondamentales, plus techniques et psychologiques

Les facteurs principaux soutenant la tendance haussière et la demande pour l'or physique ne nous semblent pas avoir été remis en question récemment et ne peuvent être évoqués pour expliquer le mouvement récent et extrêmement rapide de l'or. Ceux-ci devraient encore constituer des facteurs de support dans les prochains mois et soutenir la demande d'or physique.

A court terme, il nous semble que l'explication de la chute brutale de l'or tient au contraire dans la conjonction de quelques facteurs, plutôt techniques et psychologiques.

Tout d'abord, l'amélioration presque à l'extrême du sentiment des investisseurs et du climat boursier constitue effectivement un élément clé. Au cours des derniers mois, l'or, comme les autres métaux précieux, n'avait plus les faveurs des investisseurs à la recherche de plus-values rapides. Détenir des positions en or apparaissait comme une stratégie peut-être efficace à long terme, mais très largement insuffisamment rémunératrice à court terme en comparaison des gains réalisés par les placements en actions. En témoigne la réduction très importante des positions spéculatives des fonds alternatifs (environ 70%) depuis plusieurs mois, alors que les positions détenues par des investisseurs à plus long terme dans les ETF ne subissaient presque pas de changement et restaient limitées à environ 10%.

Indice S&P 500 (2007-2013)



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Ainsi, l'or, comme les obligations d'ailleurs, a souffert de la concurrence des marchés actions performants depuis le début du 4^{ème} trimestre 2012.

Alors que le marché américain atteignait de nouveau sommets en dépassant son « top » de 2007 à 1594 points sur l'indice S&P500, après cinq mois et +19% de hausse, l'or subissait déjà des prises de profits et des réajustements d'allocation en faveur des actions et se reposait sur le bas de sa bande de fluctuation comprise entre 1533 et 1800 USD l'once.

Dans un environnement particulièrement optimiste pour les actions et moins enthousiaste pour l'or, il aura ainsi peut-être suffi du changement de recommandation de Goldman Sachs sur l'or, indiquant un nouvel objectif proche de 1300 USD l'once, pour que les cours de l'or franchissent ce niveau de 1533 considéré par de nombreux techniciens et traders comme un niveau pivot susceptible de déclencher des ordres de vente en masse.

Les rumeurs de ventes d'or forcées par la banque centrale de Chypre, qui relataient aussi que celles-ci pourraient être suivies par celles d'autres banques centrales européennes de pays importants en difficulté (Italie, Espagne, etc.), sont venues amplifier les craintes des investisseurs. Ces rumeurs occultaient en même temps les besoins d'autres banques centrales bien plus importantes, Chine en tête, prêtes à acquérir des positions encore plus massives d'or physique pour diversifier à long terme leurs réserves. Elles n'ont donc pas vraiment de pertinence.

Or physique en USD 2011-2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group

La chute brutale de l'or de ces derniers jours nous semble donc probablement plus liée d'une part à un excès de confiance motivé par l'excellente performance des actions et d'autre part par la volonté de préserver les plus-values existantes sur les placements en or.

Cet épisode témoigne selon nous surtout de la fragilité des marchés financiers à ce point du cycle conjoncturel après les mouvements de hausse constatés sur les classes d'actifs risquées.

Les ventes de panique observées sur l'or n'ont pas été sans effet sur les autres matières premières qui ont aussi subi des ventes et des décotes rapides. Les cours de l'argent plongeaient de -15%, le pétrole tombait de -5% et les indices des matières premières reflétaient globalement ce mouvement de panique à l'image de l'indice S&P Goldman Sachs en baisse de - 3.5%.

La chute de toutes les matières premières soutient plutôt la thèse de ventes de panique sur l'or ayant provoqué des effets induits sur d'autres actifs financiers.

Elle discrédite la thèse d'une amélioration généralisée des conditions économiques financières, telle que le retour de la croissance et la fin supposée prochaine du QE américain sonnait le glas du « bull market » sur l'or.

Un problème de scénario se pose alors que les chiffres économiques américains montrent quelques signes de faiblesse

Un problème de scénario économique se pose aujourd'hui entre les différentes classes d'actifs, problème qui devrait prochainement se résoudre par un retour de la volatilité dans les marchés actions.

L'amélioration très nette du sentiment des investisseurs et de leur appétit pour le risque au cours de neuf derniers mois était en grande partie liée à la diminution des incertitudes politiques aux Etats-Unis et en Europe, mais plus nettement encore au renforcement du cycle conjoncturel américain.

Le mouvement de baisse graduelle de l'or pendant cette période nous semble donc effectivement rationnel et justifié par des changements d'allocation d'actifs à court terme en faveur de placements plus risqués et susceptibles de profiter de l'amélioration en cours de la conjoncture.

La hausse des marchés actions et la baisse conjointe des marchés de taux relèvent du même phénomène.

Reste à justifier les raisons pour lesquelles les matières premières n'ont pas bénéficié aussi largement de ce scénario global optimiste. En effet, une conjoncture plus positive aux Etats-Unis, notamment tirée par le secteur de la construction, et une croissance toujours proche de +8% en Chine, auraient déjà dû avoir des effets positifs sur les matières premières, dont l'évolution des cours ne semble toujours pas refléter ces bonnes perspectives économiques. Nous l'avons déjà évoqué dans nos analyses, la récession européenne et l'absence de croissance au Japon sont pour l'instant peut-être des éléments suffisants pour expliquer que finalement, la hausse des cours soit restée limitée. Un phénomène qui pourrait persister peut-être aussi longtemps que la demande globale restera relativement stable. Mais le Japon devrait pourtant vite rejoindre le club des pays en croissance, si l'on en croit les intentions du nouveau gouvernement, qui espère une progression de +2% du PIB en 2013.

Les marchés actions ont déjà intégré cette prévision (hausse de +56% du Nikkei), qui n'est pourtant pas encore prise au sérieux par les marchés des matières premières.

Des matières premières qui sont encore plus en retard dans la prise en compte du scénario de renforcement du cycle économique mondial depuis les ventes de lassitude provoquées par la panique sur l'or. Elles ne devraient donc pas être affectées selon nous plus que cela par les quelques chiffres économiques en demi-teinte publiés récemment.

Les marchés actions ont donc été privilégiés par les investisseurs depuis plusieurs mois et apparaissent aujourd'hui comme les grands bénéficiaires du changement de perception du risque dans les marchés financiers.

L'optimisme persiste sur ces marchés, mais le doute pourrait s'installer à nouveau. Les statistiques publiées depuis quelques jours sont désormais un peu plus mixtes et pourraient provoquer quelques ajustements de perspectives économiques et affecter la confiance des investisseurs.

La question se pose donc aujourd'hui de savoir si la fragilité dont a fait preuve le marché de l'or et avec lui ceux des autres matières premières est latente dans les marchés actions ?

La volatilité pourrait revenir sur les marchés actions avec un tassement conjoncturel temporaire aux Etats-Unis

Les marchés actions ont bénéficié d'un flux de nouvelles économiques rassurantes ces derniers mois qui ont très largement provoqué des révisions positives des perspectives de croissance et des résultats trimestriels des sociétés.

Longtemps surpris positivement par ces données conjoncturelles, les prévisionnistes sont désormais beaucoup plus optimistes et révisent leur scénario. Cette attitude augmente les risques de déceptions futures. Le 2^{ème} trimestre 2013 nous semble donc beaucoup plus risqué de ce point de vue et a donc plus de probabilités de décevoir les investisseurs que de les enthousiasmer à nouveau.

Les marchés de taux réagissent déjà aux risques de tassement conjoncturel temporaire. Les taux longs du gouvernement américain sont redescendus de 3.15% à 2.85% au cours des quatre dernières semaines. C'était aussi le cas en Europe où les taux de l'Euro-Bund ont à nouveau chuté de 1.4% à 1.1%.

Taux longs du trésor américain



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Le retour des incertitudes en Europe est confirmé par les crises italiennes et chypriotes, le marché actions en témoigne depuis quelques semaines. Au Japon, nous écrivions récemment que le marché actions devrait prochainement subir quelques prises de profits lorsque le yen s'approcherait de 100, et ce niveau a été atteint le 10 avril. Aux Etats-Unis, c'est finalement probablement le début d'une série de statistiques économiques plus nuancées et une confiance trop élevée, qui pourrait provoquer des déceptions et le même type de réaction dans les prochaines semaines.

Actions européennes – Indice DJ Eurostoxx 50



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Un excès d'optimisme est sur le point de se corriger. Nous devrions assister à un retour de la volatilité sur les marchés actions provoqué par des prises de profits temporaires.

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 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