



22 juillet 2013

Plus forte hausse des mines (+16%) et de l'or (+12%) depuis 2012

Changement de sentiment positif sur l'or. Les commentaires de la Fed relancent les attentes de création monétaire. Les risques inflationnistes resurgissent avec la hausse du pétrole.

Points clés

- La croissance économique reste faible aux USA
- Bernanke teste prématurément les marchés sur la fin du QE et subi un choc de taux dangereux
- La politique monétaire devra rester accommodante plus longtemps que prévu
- Le retour du QE change le sentiment sur l'or
- Les risques inflationnistes se matérialisent avec la hausse des coûts de l'énergie
- Fondamentaux toujours favorables à l'or
- Situation exceptionnelle sur les marchés à terme
- Saisonnalité très positive en août et septembre pour l'or et les mines
- Reprise imminente de la tendance haussière

Ben Bernanke réalise tout juste à quel point l'économie américaine est fragilisée par la hausse des taux longs...

Il y a quelques semaines nous relevions que la révision très nette à la baisse de la croissance américaine pour le 1^{er} trimestre et la hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis remettaient fortement en question la stratégie de normalisation de la politique monétaire américaine par une diminution progressive du QE3 en 2013.

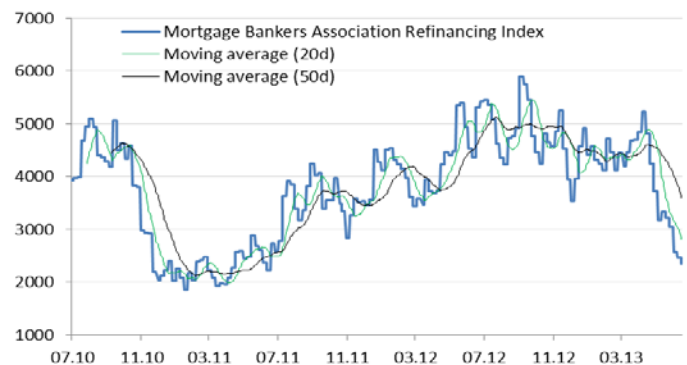
Cette révision venait effectivement remettre en question l'appréciation actuelle de la vigueur de l'économie américaine et en particulier l'anticipation d'accélération au 2^{ème} trimestre ainsi que sur la seconde partie de l'année. Ainsi, la troisième révision du PIB pointait vers une consommation moins forte qu'estimée notamment. Les prévisions de croissance de la Fed pour l'année 2013 n'avaient donc que très peu de chances de se réaliser compte tenu de la faiblesse du 1^{er} trimestre et du peu de probabilités de voir une accélération à +3% se matérialiser en seconde partie d'année.

D'autant que depuis quelques semaines, le secteur de la construction déçoit les observateurs et remet en danger la croissance économique. La hausse des taux de financement hypothécaire constitue la principale raison de ce fléchissement totalement inattendu.

Les ventes de maisons ont ainsi surpris les analystes en chutant de -1.2% en juin à seulement 5.08 mios. de ventes annualisées. Les économistes prévoient au contraire une augmentation à 5.26 mios. de ventes. Nous relevons, il y a quelques semaines, que la remontée trop brutale des taux d'intérêt aurait sans aucun doute un impact négatif sur l'évolution du marché immobilier aux Etats-Unis. La hausse du coût de financement semble donc déjà limiter la demande, plus particulièrement sur les objets de qualité supérieure aux niveaux de prix moyens plus élevés. Sur une base annuelle, les prix ont tout de même progressés de +13.5%/an selon la NAR (National Association of Realtors).

Les demandes de financement hypothécaire ont chuté pour la 5^{ème} semaine consécutive selon l'indice MBA (Mortgage Bankers Association), en baisse de -2.6% au 12 juillet, qui se retrouve au niveau de 2011.

Indice de refinancement hypothécaire (MBA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le président de la Fed, Ben Bernanke, rappelait pourtant récemment qu'il considérait l'immobilier comme l'un des moteurs de la croissance de l'économie américaine.

Il ajoutait qu'il observerait de très près l'évolution des coûts de financement de manière à ne pas laisser dérailler la croissance, l'immobilier étant un facteur important de la reprise économique en cours. Le processus semble déjà être en cours.

Pourtant, c'est bien essentiellement les interventions de Ben Bernanke, avisant dès le mois de mai qu'il considérait réduire son programme d'achat de titres obligataires américains, qui a mis le feu aux poudres et provoqué une hausse abrupte des taux d'intérêt et des taux hypothécaires en particulier. Les taux hypothécaires moyens à 30 ans sont ainsi passés de 3.31% à 4.37% entre novembre 2012 et juillet selon des statistiques publiées par Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation). L'amélioration du marché immobilier que mentionne Ben Bernanke dans ses commentaires nous semble donc refléter une situation prévalant avant la remontée des taux d'intérêt et ne correspond plus à la situation présente en très nette dégradation. Il a bien entendu raison d'affirmer que la progression des prix a un double effet positif sur la croissance, tout d'abord par la hausse de la consommation induite par un effet de richesse positif et ensuite par l'amélioration du « bilan » des ménages.

Mais la hausse des prix peut déjà être remise en question par la hausse des coûts de financement et par la baisse de la demande.

Le président de la Fed est certainement conscient des dangers actuels et rappelle bien entendu qu'il prendra les mesures correctives nécessaires s'il devait constater que la hausse des taux hypothécaires mettrait en danger la croissance. Les indicateurs avancés publiés le 18 juillet montrent déjà un tassement de la conjoncture à venir. L'économie américaine subit encore les coupes budgétaires et la hausse des impôts. Le marché de l'emploi montre toujours des signes d'amélioration mais on reste toujours loin de l'objectif de la Fed.

Il apparaît donc de plus en plus clairement que les commentaires du président de la Fed en mai/juin étaient trop optimistes.

La stratégie de réduction du QE3 sur fonds d'accélération de croissance nous semble donc correspondre à une analyse trop optimiste de la conjoncture actuelle et des risques réels de ralentissement induits par la hausse des taux longs et des taux hypothécaires.

Ben Bernanke tente de rassurer les marchés et de corriger la trajectoire en annonçant la poursuite du QE3

Avant lui, les commentaires de divers présidents de Fed régionales avaient préparé le terrain en soulignant que l'état de l'économie déterminera s'il est approprié ou non de mettre un terme à la politique monétaire actuelle. L'intervention du président de la Fed de New-York indiquant que le QE3 pourrait être prolongé si les prévisions de la Fed étaient trop optimistes donnait le ton. **Les autorités monétaires américaines ont donc changé de cap à 180 degrés comme l'a confirmé Ben Bernanke devant le Congrès et le Sénat le 18 juillet.** L'histoire nous dira si la stratégie du président de la Fed adoptée en mai était de tester la réaction des marchés financiers à l'annonce d'une fin de QE3 ou une simple erreur d'évaluation de la situation économique. **Il doit maintenant gérer les effets dramatiques de cette annonce sur les taux d'intérêt et les primes des risques.** Mais il nous semble déjà en retard sur l'action car entre temps, les marchés de taux sont restés tendus en l'absence d'un message plus clair et d'une action plus concrète permettant d'espérer une nette baisse des taux longs. Cela dit, ce dernier a affirmé que la réduction du QE3 ne suivrait pas un chemin prédéterminé, mais qu'elle serait adaptée à la situation de l'économie.

Il laisse désormais clairement la porte totalement ouverte à une poursuite durable du QE3 actuel en soulignant qu'il dépendra de l'emploi, de l'inflation au-dessus de 2% ou des conditions financières, qui se sont récemment tendues avec la hausse des taux.

Le président de la Fed aura fait une autre remarque devant le US Senate Banking Committee pour le moins étonnante en admettant que personne ne comprend les fluctuations des cours de l'or et qu'il ne prétend pas non plus lui-même les comprendre. Une remarque particulièrement étrange au moment où il relance les anticipations de croissance de la liquidité.

Bernanke ne comprend rien à l'or ? Réellement ?

Etrange remarque de celui qui est supposé détenir dans ses coffres la plus forte réserve d'or au monde (8'133 tonnes d'or physique). Peut-être est-ce une nouvelle tentative pour décrédibiliser l'or comme monnaie et suggérer l'inutilité de détenir cet actif puisque tout va désormais de mieux en mieux dans le meilleur des mondes. Vraiment ?

La planche à billet marchera donc à nouveau à plein régime aux Etats-Unis et il ne faut surtout pas inquiéter les acheteurs de dette gouvernementale en relevant les risques inflationnistes induits par la

politique monétaire expansive et l'apparition récente d'une inflation supérieure aux attentes (CPI juin +1.8%), poussée par la hausse des prix de l'énergie, désormais plus difficiles à contenir depuis la normalisation des prix du gaz de schiste.

Pas si étonnant finalement de constater que les pays débiteurs, comme les Etats-Unis, ne considèrent pas l'or de la même manière que les pays créditeurs comme l'Allemagne ou la Chine. La Chine, qui pousse désormais ses citoyens à investir dans de l'or physique. Rappelons-nous que la Fed avait tout d'abord refusé au gouvernement allemand de lui retourner immédiatement la totalité de ses réserves d'or physique en dépôt à New York (1'500 tonnes) en expliquant que ce n'était simplement pas possible, avant de consentir à un échelonnement d'ici 2020, tout en refusant un audit demandé par le gouvernement allemand visant à prouver l'existence des réserves allemandes auprès de la Fed. Ce dernier épisode ne fait qu'entretenir une rumeur persistante que la Fed ne détient pas réellement les stocks d'or annoncés, ou que ces stocks soient mis en gage et donc indisponibles pour un temps.

Amélioration du sentiment sur l'or et renversement de tendance provoqué par le revirement de position de la Fed

Le président de la Fed indique qu'il veut désormais des améliorations visibles dans les conditions économiques avant de réduire son plan actuel de « quantitative easing ». L'or avait déjà subi des dégagements importants sous l'impulsion de transactions exceptionnelles déclenchées le 14 et 17 avril, avant de se stabiliser autour de 1'400\$ l'once. Une hausse de la demande physique en Asie notamment, faisait alors écho à la chute des cours de l'or papier. Le 19 juin, les commentaires de Ben Bernanke annonçant une interruption prochaine du QE3 avaient créé une nouvelle période d'incertitude affectant tous les actifs financiers, y compris l'or, qui rechutait à 1'200\$ avant de pouvoir se reprendre progressivement.

Cours de l'or spot (2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

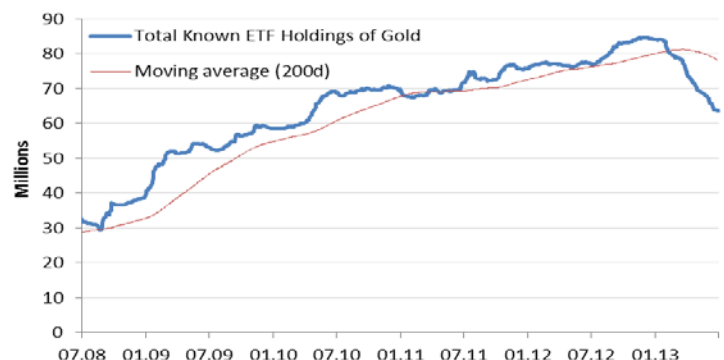
L'or a réagi positivement aux derniers commentaires de Bernanke de maintien du QE3 et se retrouve désormais en hausse de +12% depuis son point bas du 28 juin. Parallèlement, la hausse des prix de l'essence, du pétrole et de l'inflation renforce aussi l'intérêt pour l'or.

Cette hausse est désormais la plus forte observée depuis 2011. Après avoir dépassé le niveau de 1'300\$, elle bute pour l'instant sur les points d'inflexion touchés en avril et juin (1'333\$), mais la tendance baissière semble pourtant bien cassée. A relativement brève échéance, l'or devrait revenir sur les niveaux de 1'500\$.

Les éléments fondamentaux déjà évoqués dans notre analyse hebdomadaire de juin sur l'or restent selon nous toujours favorables à la progression des cours de l'or. Les banques centrales restent acheteuses, la demande de joaillerie est toujours solide, la demande d'investissement sous forme de lingot et de pièces progresse, y compris aux Etats-Unis. La hausse durable des cours du pétrole et de l'essence pourrait aussi provoquer des surprises sur le front de l'inflation dans les prochains mois et soutenir les cours de l'or, dynamisés par une relance possible de QE3.

Mais à court terme, c'est surtout le renversement des positions spéculatives des « hedge funds » et l'épuisement très probable des ventes d'ETF investis en or physique, qui devraient conjointement permettre une remontée significative des cours de l'or. Les stocks d'or détenus par les ETF ont chuté de 84,637 mios. d'onces en décembre 2012 à 63,484 mios le 22 juillet 2013.

Total known Gold ETF Holdings (2008-2013)

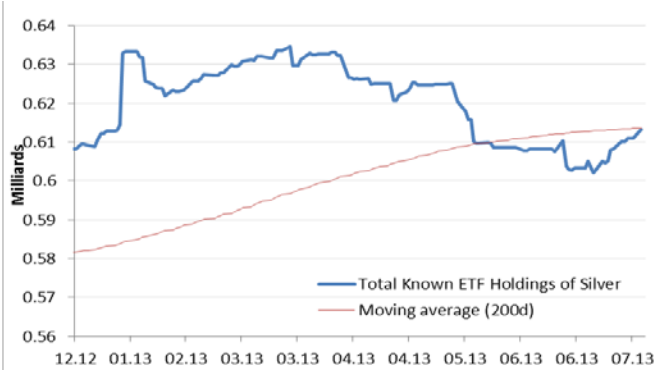


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cela correspond à environ 660 tonnes d'or, soit 25% de l'or total détenu par des ETF, qui a dû être absorbé par le marché physique. A titre de comparaison, c'est l'équivalent de la quantité d'or que la Fed a finalement accepté de retourner à l'Allemagne, soit la moitié des réserves d'or de la banque centrale allemande en dépôt auprès de la Fed (1'500 tonnes).

La relance du QE3 devrait rapidement renverser la tendance à la vente d'ETF sur l'or comme on l'observe déjà sur les ETF sur l'argent. Notons par ailleurs que ces derniers n'ont pas connu de dégagements aussi dramatiques malgré une chute des cours de l'argent plus brutale.

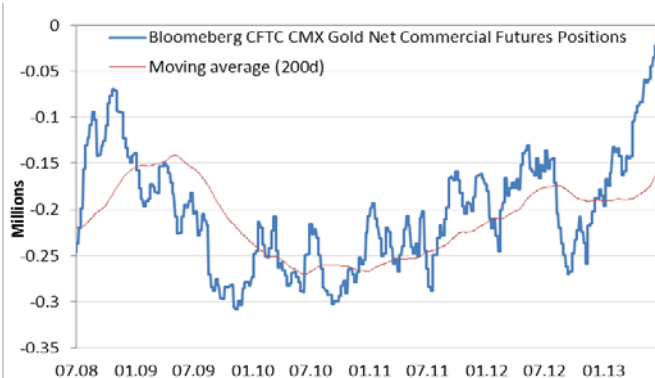
Total known Silver ETF Holdings (2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'analyse des *positions commerciales nettes* (CFTC) montre une très nette amélioration du sentiment des investisseurs commerciaux (investisseurs détenant des positions en or physique et en dérivés pour des besoins de « hedging »). Le graphique ci-après témoigne d'une stratégie positive, ces investisseurs ne considèrent plus nécessaire de « hedger » leur position « long gold » et correspond à une situation déjà observée après la chute de l'or en 2008.

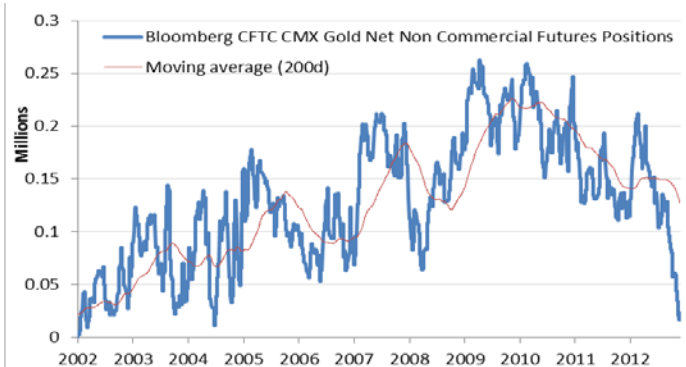
Gold Net Commercial Futures Positions



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

A contrario, les *positions spéculatives nettes non commerciales* des traders montrent un niveau d'engagement extrêmement faible correspondant à celui du début du « bull market » pour l'or physique en 2002. En quelques mois, la situation du marché de l'or s'est totalement renversée, les positions non commerciales sont tombées à 23'462 contrats après avoir oscillé longtemps entre 100'000 et 250'000 contrats.

Gold Net Non Commercial Futures Positions



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Par ailleurs, la **saisonnalité est positive en août et septembre** selon une étude réalisée par BofA depuis 2001. La reprise des achats en Inde notamment avant l'automne et la période des mariages et des festivals a produit une **hausse moyenne de +15% sur l'or et +25% sur l'indice des mines d'or canadiennes**.

Rallye d'été - Or et mines (TSX Global Gold Index)

Year	Start Date	Gold Price	End Date	Gold Price	% Change Gold Price	Start Date	Index	End Date	Index	% Change Index
2001	Jul 30	265.25	Sep 28	293.25	10.6%	Jul 05	117.9	Oct 01	150.4	27.6%
2002	Jul 29	302.55	Sep 24	326.15	7.8%	Jul 26	140.7	Sep 12	205.2	45.8%
2003	Jul 16	343.55	Sep 24	388.85	13.2%	Jul 16	163.0	Sep 23	205.7	26.2%
2004	Aug 12	383.75	Nov 22	448.94	14.0%	Aug 12	181.4	Nov 22	229.6	26.6%
2005	Jul 14	419.60	Sep 21	472.35	12.6%	Jul 18	190.8	Sep 16	225.9	18.4%
2006	Jun 14	559.75	Aug 09	650.03	16.1%	Jun 13	251.5	Sep 05	328.8	30.7%
2007	Jun 12	647.25	Sep 20	733.26	13.3%	Jun 26	263.6	Sep 20	311.2	18.1%
2008	Aug 15	785.50	Oct 09	913.25	16.3%	Aug 14	257.4	Sep 22	292.1	13.5%
2009	Jul 08	909.50	Oct 13	1,064.30	17.0%	Jul 29	290.4	Sep 16	354.9	22.2%
2010	Jul 27	1,157.00	Nov 09	1,392.90	20.4%	Jul 27	339.7	Nov 09	413.8	21.8%
2011	Jul 01	1,487.78	Sep 05	1,500.23	27.7%	Jun 16	353.7	Sep 08	449.5	27.1%
2012	Jul 12	1,556.00	Oct 04	1,790.40	15.1%	Jul 23	277.7	Sep 19	353.2	27.2%
2013	Jun 27	1,200.65								
Average (01-12)					864.49	15.3%			293.4	25.4%

Source: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Research

Conclusion

Le marché de l'or et des mines d'or devrait bénéficier de conditions exceptionnelles au cours des prochaines semaines leur permettant de reprendre une tendance positive.

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