



La Chine a besoin d'or et d'argent pour garantir le Yuan

Délaissés en 2013, l'or et l'argent retrouvent les faveurs des investisseurs en 2014 et bondissent de +12% et +15% en six semaines. La stratégie d'accumulation de la Chine sera gagnante.

Points clés:

- Chutes historiques de l'or et de l'argent en 2013
- Ventes massives de 900 tonnes d'or des ETF responsables du déséquilibre de l'offre/demande
- Fin de l'hémorragie dans les ETF physiques en or
- Rebond de +12% et +15% en six semaines
- Le « short covering » pousse les cours plus haut
- Offre globale stable en 2014
- Retour des importations indiennes en 2014
- Retour de la demande d'investissement ETF
- Hausse de la demande de bijouterie et industrielle
- La Chine doit diversifier ses réserves en-dehors des obligations du trésor américain
- Le Yuan devient une monnaie d'échange de plus en plus utilisée (accords bilatéraux)
- Volonté non déclarée des autorités chinoises : garantir le Yuan avec les plus importantes réserves d'or et d'argent au monde

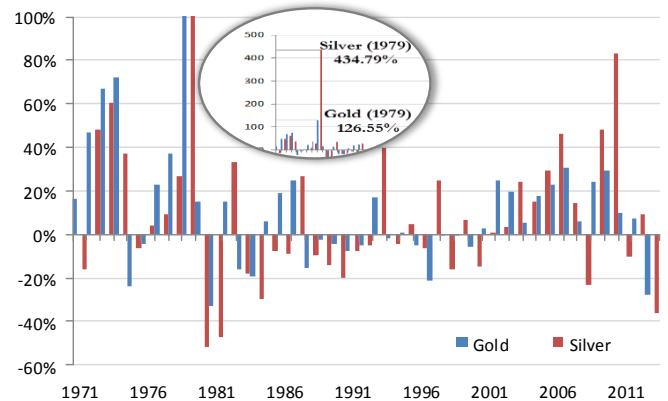
Les cours de l'or rebondissent en 2014 après la 2^{ème} plus forte baisse annuelle depuis 1971

Les cours de l'or ont chuté de -28.04% en dollars en 2013, enregistrant ainsi la seconde plus forte correction de cours depuis l'abrogation des accords de Bretton Woods en 1971, qui mettait fin à la période de l'étalon-or. Les cours de l'or avaient auparavant enregistré douze années de hausse ininterrompue, qui avaient vu l'or monter de 270\$ l'once à plus de 1'900\$ l'once. Seul l'effondrement des cours de l'année 1981 (-32.6%), qui suivait une hausse de +438% en 4 ans et une multiplication des cours de l'or par 13x, avait été plus important.

Constatation similaire sur le marché de l'argent, dont la forte baisse de 2013 (-35.84%) n'a été surpassée que par les chutes vertigineuses de -51.86% puis de -47.39% en 1980 et 1981, après la

multiplication par 23x des cours de l'argent entre 1971 et 1979.

Performances annuelles Or & Argent (USD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La baisse de l'or entre le sommet de 1'921\$ l'once, atteint déjà en 2011, et le double point bas à 1'180\$ et 1'182\$ du 28 juin et 31 décembre 2013, est de -38.5%.

Cours de l'or spot (2011-2014)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Etonnante coïncidence que les cours de l'or aient par deux reprises touché le même niveau à la fin juin et fin décembre. Depuis, l'or a enregistré une progression de +12.7% en six semaines en 2014, tandis que l'argent qui a

suivi un chemin similaire, devait encore attendre la fin du mois de janvier pour enfin retrouver une dynamique haussière. Depuis son top du 25 avril 2011 à 50\$, l'argent a fondu de -63% avant de finalement rebondir de +15% au cours des deux dernières semaines. Ces progressions récentes replacent les cours de ces deux métaux précieux au-dessus de leurs moyennes à 200 jours pour la première fois depuis février 2013.

Cours de l'argent spot (2011-2014)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

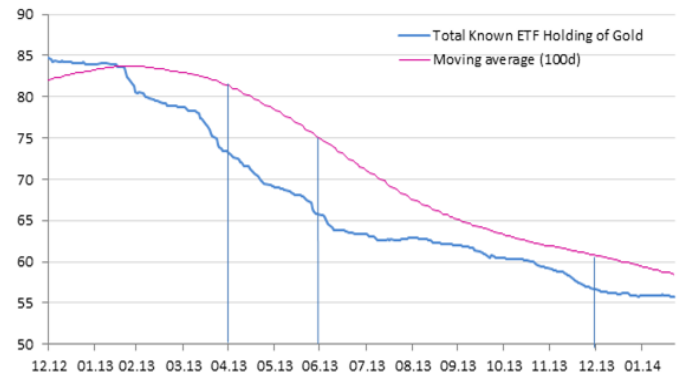
Chute des cours de l'or : effets sur l'offre et la demande en 2013

Les cours de l'or, en consolidation depuis septembre 2011, avaient finalement cédé en avril dans des conditions tout à fait exceptionnelles (voir notre Analyse hebdomadaire du 18 avril 2013). Celles-ci laissaient en effet imaginer que seul un acteur majeur et conscient de l'impact que produiraient sur le cours ses ventes massives pouvait être à l'origine de l'effondrement brutal de l'or. Dans les semaines qui avaient suivi, les taux longs américains avaient réagi en bondissant de 2.8% à 3.6% à l'annonce de la prochaine réduction du programme d'assouplissement quantitatif (QE3) par le président de la Fed. Dans le même temps, l'or s'effondrait de -14% en deux séances de bourse, avant de rechuter en juin de -12% additionnels en six autres séances pour terminer le semestre à 1'180\$ l'once. Huit journées seulement pour déstabiliser le marché de l'or « papier », qui ne s'en est pas véritablement remis en 2013, puisque l'or terminait l'année à ce même niveau. **Huit journées qui auront surtout suffi pour choquer les investisseurs et provoquer la plus forte liquidation de positions détenues en or physique dans les instruments financiers ETF depuis 2003.**

Les positions détenues par les investisseurs en or physique sous formes d'ETF avaient culminé à 85 millions d'onces (2'635 tonnes) avant de s'effondrer de -22% à la fin juin, puis finalement tomber à 56 millions d'onces à la fin décembre, correspondant à un déclin total de 33%, soit environ 900 tonnes. Si la 1^{ère} vague de ventes a été accompagnée d'une correction des cours de

l'or (avril-juin), la seconde phase correspondant à 300 tonnes d'or n'a pas eu d'effet additionnel sur les cours.

Positions totales en or physique dans des ETF



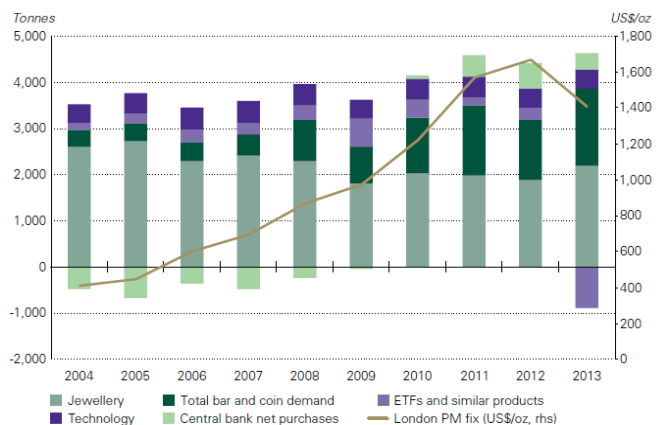
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Pour la 1^{ère} fois depuis 2004, la demande d'investissement a donc fortement chuté, ce qui a en fait permis à la demande globale de rester relativement stable à environ 4'330 tonnes. Sans cette chute de la demande d'investissement en ETF, le marché aurait certainement été très fortement déséquilibré par une demande excédentaire.

La baisse des cours de l'or n'a pourtant pas été perçue de la même manière selon les régions du monde. En effet, si les investisseurs en ETF dans les pays développés ont plutôt été influencés négativement par la chute des cours du métal jaune, ceux privilégiant la possession individuelle sous forme de pièces et de lingots dans les marchés émergents ont eu un comportement inverse. Les mêmes causes n'ont donc pas eu les mêmes effets selon la forme privilégiée. Les ETF, plutôt détenus par des investisseurs dans des portefeuilles diversifiés, ont aussi subi la concurrence des actions en 2013, certains d'entre eux réallouant leur portefeuilles aux actions et délaissant un actif en perte de vitesse. En Asie, mais dans la plupart des marchés émergents, la correction de l'or a plutôt été vécue comme une nouvelle opportunité de reconstituer une épargne par ce moyen traditionnel.

Composante de la demande d'or (2004-2013)

Gold demand by category (tonnes) and the gold price (US\$/oz)



Source: LBMA, Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

La demande nette des banques centrales était en léger déclin (368t contre 544t en 2012), comme celle de l'industrie technologique (404t contre 407t en 2012), alors que les demandes de joaillerie (2'197t contre 1'950t en 2012) et d'épargne/investissement direct (1'654t contre 1'289t en 2012) progressaient très sensiblement.

La demande de joaillerie au plus haut depuis 2009, enregistre la plus forte progression en volume depuis 1997. L'essentiel de la hausse est intervenue au 1^{er} semestre, alors que la demande indienne chutait ensuite.

Du côté de l'offre, la production a très légèrement augmenté (3'018t contre 2'864t), tandis que l'or recyclé diminuait pour la sixième année consécutive (1'371t contre 1'590t) expliquant une diminution de l'offre globale de 4'415t à 4'339t.

Quels facteurs soutiennent aujourd'hui le changement probable de tendance ?

Tout d'abord, du côté de l'offre, nous ne voyons qu'une très faible probabilité de progression. En effet, la production, facteur essentiel de la composante de l'offre, devrait rester relativement stable au vu des efforts entrepris par l'ensemble des sociétés minières depuis 2013 pour améliorer leurs résultats opérationnels. Le processus engagé de réduction des coûts et la concentration de la production sur les mines les plus rentables devraient sans doute améliorer les résultats mais n'offrir que **peu de progression en volume**. **L'activité de recyclage devrait de son côté aussi diminuer. Nous estimons donc à environ 4'500 tonnes l'offre d'or en 2014.**

Du côté de la demande, nous anticipons une progression de l'ensemble des tendances déjà observées en 2013, à deux exceptions près. Celles-ci devraient porter la demande d'or physique à plus de 5'000 tonnes, provoquant de ce fait un nouveau déséquilibre favorable à la hausse des cours.

La **demande de bijouterie** devrait poursuivre sa tendance haussière avec le redressement de l'activité économique et atteindre **2'450 tonnes**. Les taxes d'importation introduites pour lutter contre la chute de la roupie devraient pouvoir être levées et renverser la tendance des importations indiennes, en chute libre au second semestre 2013. La **demande industrielle** ou technologique pourrait reprendre également et passer à **425-450 tonnes**. En 2013, la correction des cours de l'or a représenté une opportunité pour de nombreux épargnants qui se sont précipités pour acheter des pièces et des lingots spécialement en Asie, mais on observe aussi aux Etats-Unis un retour de ce réflexe conservateur. **La demande d'épargne** devrait rester dynamique en 2014 et se situer entre **1'600-1'800**

tonnes. La composante de la demande, identifiée par le World Gold Council comme les flux de stocks ou investissements en OTC (Over The Counter) étant considérée comme stable, la **demande globale**, hors activité des banques centrales et d'investissement sous forme d'ETF pourrait donc atteindre **5'200 tonnes**.

La vente massive d'ETF, qui a contre toute attente permis l'équilibre du marché de l'or en 2013 ne se reproduira pas en 2014. Nous anticipons plutôt un retour des investisseurs, qui contribuera à la hausse de la demande pour environ 200 à 400 tonnes.

La **demande d'investissement d'ETF** a déjà chuté de -33%, ce qui, couplé à la chute des cours de -32%, a réduit significativement l'exposition en or physique détenue sous cette forme dans les portefeuilles et les stratégies de placement, au point de ne plus constituer un risque important. Le changement de perception de l'évolution prochaine de la politique monétaire de la Réserve fédérale depuis quelques semaines a été récemment renforcé par les commentaires de sa nouvelle présidente. Janet Yellen a en effet confirmé qu'elle suivrait une politique monétaire accommodante dans le sillage de celle adoptée par son prédécesseur. Plus concernée que jamais par l'évolution de l'emploi, elle devrait se libérer de l'objectif fixé à 6.5% pour le taux de chômage US et certainement maintenir une politique souple même à un niveau inférieur. Par ailleurs, le niveau des positions « short » du CFTC détenues par des spéculateurs avait à nouveau atteint au 31 décembre 2013 un point élevé de 105'000 contrats, proche du niveau de juin (130'000), soit toujours 100% de plus que la moyenne des 5 dernières années (40'000). Une poursuite de la hausse ne manquera pas de provoquer une situation de « short covering » qui exacerbera encore la tendance et motivera d'autant plus les détenteurs d'ETF à garder leurs positions.

Par ailleurs, nous estimons la demande émanant des banques centrales certainement supérieure aux statistiques publiées, notamment en raison de la position de la Chine et de sa probable volonté d'augmenter discrètement ses réserves d'or physique.

Les **banques centrales** sont globalement devenues nettes acheteuses dès 2010. Officiellement, les chiffres du World Gold Council font état d'une hausse de la demande nette de **368 tonnes** en 2013. Étonnamment, la Russie (77t), le Kazakhstan (28t), l'Azerbaïdjan (20t) et la Corée affichent des augmentations significatives, la Chine n'annonçant toujours que 1'054 tonnes d'or (1% de ses réserves totales essentiellement composées d'obligations du trésor américain), soit à peu près l'équivalent des réserves suisses (1'040t) et russes (1'035t). Si la demande nette est sans doute sous-estimée, les banques centrales semblent clairement peu enclines à réduire leurs stocks.

Mais si toutes les banques centrales semblent globalement acheteuses, les stocks officiels des dix principales d'entre elles ne varient pas beaucoup. Ceux de la Réserve fédérale américaine plafonnent par exemple depuis quelques décennies, à environ 8'000 tonnes, soit 70% de ses réserves.

La Chine annonce aussi des réserves stables depuis 2009. Mais peut-elle réellement disposer d'aussi faibles stocks d'or représentant à peine 1% de ses réserves ?

La Chine a besoin d'or et d'argent pour garantir le Yuan et diversifier ses réserves

Au cours des douze derniers mois, la Chine a **importé environ 1'000 tonnes d'or** après avoir déjà fait rentrer dans le pays près de **850 tonnes en 2012**. La Chine a donc très certainement et très largement profité des ventes massives d'ETF et de la mise à l'écart temporaire des acheteurs indiens, pour acquérir à bon compte près d'un quart de la production disponible en 2013. Et pourtant, la Chine aurait produit près de **450 tonnes d'or** en 2013, grâce aux investissements importants consentis par l'industrie minière et qui prévoit d'ailleurs une hausse de +10% par an de sa production.

Les importations et la production chinoises sont-elles exclusivement destinées à sa consommation intérieure puisque la Chine ne semble pas exporter l'or produit sur son sol ?

La Chine s'est récemment imposée comme deuxième économie mondiale, mais ses réserves sont pour l'instant fortement liées à la valeur du dollar et des titres du trésor américain. A la fin 2013, la Chine disposait des plus importantes réserves de devises du monde (**3'820 milliards de dollars**) grâce à son excédent commercial, qui a bondi de +13% en 2013 atteignant 260 milliards de dollars. Si les autorités chinoises contrôlent encore la valeur du Yuan et le laissent progressivement s'apprécier, elles ont aussi certainement l'objectif à long terme d'organiser une libre convertibilité de leur devise. Depuis quelques années, la devise chinoise est de fait de plus en plus utilisée comme monnaie d'échange. En seulement deux ans elle est passée de la 20^{ème} position à la 9^{ème} place, notamment grâce à des accords passés avec

la Russie, le Japon, le Brésil et l'Australie favorisant l'utilisation de leurs monnaies respectives dans leurs échanges commerciaux. La Chine est en marche pour faire accepter sa devise comme une véritable monnaie d'échange respectable. Mais pour qu'elle devienne encore plus sûre aux yeux de tous leurs partenaires et investisseurs potentiels, la stratégie certainement mise en œuvre discrètement par les autorités chinoises est de disposer de réserves d'or bien plus conséquentes que celles avouées. La Chine a peut-être l'ambition de devenir le plus important détenteur d'or physique au monde pour disposer des meilleures garanties afin que sa devise s'impose comme une monnaie d'échange incontournable. Et ce ne sont pas les moyens qui lui manquent. Une diversification de 10% de ses réserves ne représenterait que **380 milliards de dollars**, mais l'équivalent d'un peu plus de deux années de production mondiale. Au cours actuel de 1'300\$ l'once, 1'000 tonnes d'or représentent 42 milliards de dollars. A l'horizon 2020, la Chine a peut-être l'ambition de ravir aux Etats-Unis la 1^{ère} place du classement des réserves d'or physique, mais pour cela elle cherchera sans doute à constituer un stock significativement supérieur et probablement proche de **10'000 tonnes**, qui représenteront alors **420 milliards**, soit sans doute moins de 10% de ses futures réserves.

La Chine diversifiera donc ses réserves de devises en-dehors des bons du trésor américain par des achats d'or physique et d'argent. Elle accumulera encore une partie importante de l'offre annuelle au cours de prochaines années. Une stratégie qui doit absolument rester discrète pour assurer son succès.

Conclusion

Les fondamentaux sont positifs pour 2014, l'offre restera relativement stable, tandis que les composantes de la demande se renforceront.

La demande d'investissement sera à nouveau positive et l'on observera un retour des importations indiennes.

La Chine restera un acteur discret, mais toujours du côté acheteur.

Retour d'un déséquilibre offre/demande favorable à la hausse des cours de l'or en 2014.

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 Sigismond Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch