

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

## Marchés : point d'entrée sur l'or et le secteur aurifère

22 mai 2012



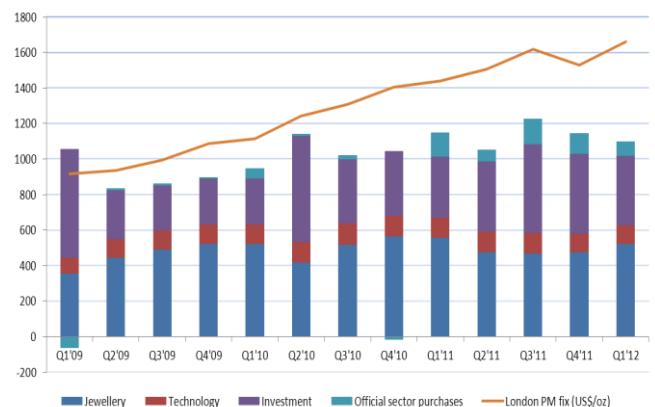
### Focus : les mines d'or surperformeront l'or physique dans la hausse

#### Points clés:

- Pessimisme maximal sur l'or et les mines
- La demande va se renforcer en 2012 sans que l'offre ne puisse progresser
- Les mines d'or en retard de 60% sur l'or

**La consolidation de l'or n'est pas inquiétante. La tendance à long terme reste en place, soutenue par des fondamentaux solides. Les mines profiteront au second semestre du regain d'intérêt pour l'or.**

#### Evolution de la demande d'or 2009-2012



Source : World Gold Council

#### Gold Demand Trends

La très attendue dernière publication trimestrielle du World Gold Council, « Global Demand Trends », laisse clairement apparaître une diminution de la demande de métal jaune au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 (1097.6 tonnes pour une valorisation de 59.7 milliards de dollars). La demande d'investissements sous la forme d'ETF a légèrement augmenté sur une base annuelle, tandis que les secteurs industriels, joaillerie, barres et pièces déclinaient. Les banques centrales sont restées acheteuses sans dépasser toutefois les volumes observés au 1<sup>er</sup> trimestre 2011. La progression des investissements en ETF en janvier et février s'est ensuite quelque peu réduite après un rebond de 1550 à 1800 USD l'once.

En Inde, l'introduction de nouvelles taxes à l'importation sur le métal jaune a pénalisé la demande de joaillerie en particulier, qui a souffert de grèves de protestations de plusieurs semaines. Cette faiblesse contraste avec la situation observée en Chine, dont la demande trimestrielle a atteint des niveaux record à 255.2 tonnes en raison des risques inflationnistes et des restrictions liées au secteur immobilier. En Europe, la demande est restée élevée en comparaison historique, alors que la crise semblait pourtant se calmer. Finalement les banques centrales sont restées présentes en achetant pour près de 80.8 tonnes soit 7% de la demande globale.

Du côté de l'offre, la progression globale a été d'à peine +5% pour atteindre 1070 tonnes. **En tenant compte du dénouement d'activités de « hedging » des sociétés minières, la production n'a finalement été en hausse que d'un très modeste +2%.** Les activités de « hedging » ont donc encore diminué pour atteindre un niveau de 160 tonnes à la fin du trimestre, soit environ la moitié du niveau de l'année précédente. L'offre d'or issue d'activités de recyclage a progressé de 39.5 tonnes (+11%) à 391.5 tonnes.

#### Progression limitée de l'offre en 2012

Du côté de l'offre, la production minière souffre en particulier de coûts de production élevés, de difficultés techniques accrues d'exploitation des gisements et de réglementations toujours plus contraignantes rendant plus difficile l'exploitation des gisements. Malgré un cours de l'or historiquement élevé, les mines d'or ne semblent pas avoir la capacité, ni peut-être l'envie, d'exploiter plus intensément leur réserves.

**La production globale d'or restera donc probablement en faible croissance en 2012. Par ailleurs, l'activité limitée de « hedging » des producteurs confirme que leur perception du**

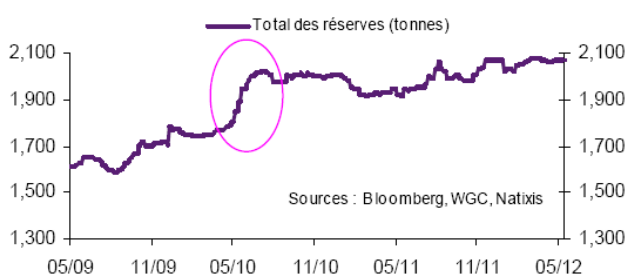
## niveau de prix actuel de l'or et de son évolution à court et moyen terme reste très positive.

On peut donc considérer que malgré la « trading range » en place depuis l'été 2010, ils ne considèrent pas opportun de vendre leur production à terme, même à l'approche des niveaux de cours historiques de 1800 USD l'once. Nous pensons que cette stratégie devrait encore limiter l'offre dans les prochains trimestres de 2012. Du côté du recyclage de l'or, il nous semble aussi que l'année 2011 a déjà vu une progression importante de l'activité, qui ne nous semble pas pouvoir suivre le même rythme en 2012.

## Le contexte défavorable à court terme pour l'or touche à sa fin

Depuis l'été 2010, les indicateurs de stress des marchés n'ont cessé de s'améliorer avant de subir récemment de nouvelles tensions. Globalement, les perspectives de croissance économique se sont améliorées dans de nombreux pays, à l'exception de la zone euro. Les marchés actions ont donc logiquement bénéficié de cette accalmie et de l'amélioration du climat des investissements. Dans ce contexte, la consolidation du prix de l'or nous semble tout à fait compréhensible et pourrait être simplement justifiée par des prises de profits ou une réallocation de portefeuilles favorisant un peu plus les actions et les actifs risqués. Ce n'est pourtant pas ce qu'indique l'analyse des actifs globaux investis dans des ETF en or physique, qui montre au contraire un maintien des investissements dans ce segment. **C'est donc certainement plus par un manque de demande que par un excès de pression vendeuse que l'or a entamé sa consolidation en mars.**

### Total des réserves d'or physique dans des fonds spécifiques



Plus récemment, les événements politiques grecs et la chute des marchés de ces deux dernières semaines ne semblent pas avoir non plus vraiment renversé la tendance baissière à court terme sur le marché de l'or.

**Pourquoi l'or n'a pas joué son rôle de valeur refuge dans les dernières semaines comme cela avait été le cas auparavant ?**

La conjonction de deux éléments explique ce comportement. Tout d'abord, malgré l'augmentation des incertitudes, celles-ci ne sont finalement que de nouvelles manifestations de problèmes déjà identifiés et sont dès lors assez largement anticipées et prises en compte par les marchés. Il ne s'agit donc pas de nouvelles surprises majeures capables de renverser les équilibres et tendances en place. Nous pensons d'autre part que la hausse du dollar de ces dernières semaines reflète à la fois une confiance dans l'évolution de l'économie américaine, ainsi que le retour temporaire de son statut de monnaie refuge.

Nous n'anticipons toutefois pas un retour de risques systémiques et de panique dans les marchés au cours de ces prochains mois, malgré l'incertitude de nouvelles élections grecques. Bien entendu, une éventuelle sortie de la Grèce de l'euro pourrait enclencher des anticipations de contagion à d'autres pays de la zone euro qui relanceraient l'intérêt des investisseurs pour l'or physique.

Dans ce contexte, l'or subit tout simplement quelques prises de profit sans susciter encore un intérêt suffisant permettant de croire à la relance de la tendance haussière.

**Les cours de l'or devraient donc fluctuer horizontalement encore quelques mois avant de reprendre le chemin de la hausse, lorsqu'il apparaîtra plus clairement que la demande se renforce dans un climat de production et d'offre toujours limité.**

**Entre temps, les perspectives pour l'or sont tout de même excellentes selon nous, car en étant revenu tester le niveau bas de sa « trading range » (1520-1530 USD), l'or peut désormais compter sur une appréciation possible de +10% tout en restant en phase de consolidation.**

### Gold spot USD (2011-2012)



Source : Bloomberg

## La demande d'investissement devrait progresser au second semestre poussant les cours de l'or au-delà de 2000 USD en 2013

A moyen terme, le cours de l'or devrait pouvoir dépasser les sommets enregistrés en septembre 2010 et atteindre 2000 USD en 2013. La plupart des facteurs ayant pesé sur les cours de l'or nous semblent en passe de perdre de leur importance ou de se renverser dans les prochains mois.

### Toutes les composantes de la demande ont en effet de bonnes probabilités de se renforcer.

Le cycle conjoncturel global devrait montrer une meilleure dynamique et raviver le secteur des matières premières, ce qui bénéficiera sans doute à l'or. La chute de la demande de joaillerie en Inde est un phénomène temporaire, qui devrait être suivi par une reprise solide de la demande après l'annulation des taxes à l'importation. Mais plus important encore au cours des prochains mois, le développement de nouvelles mesures de soutien non conventionnelles de la banque centrale européenne devrait augmenter la liquidité et enclencher de nouvelles anticipations haussière sur l'or. Un QE3 aux Etats Unis n'est peut-être plus indispensable, mais il est par contre probable que le plafond de la dette américaine soit une nouvelle fois relevé après les élections. **L'augmentation de l'endettement et de la liquidité soutient l'évolution du prix de l'or depuis 2008. Nous anticipons une poursuite de ce phénomène dans les prochains trimestres.** La demande d'investissement en ETF soutiendra la progression des cours de l'or. Quant aux banques centrales, leurs besoins de diversification ne pourront être assouvis que par une poursuite de leurs investissements réguliers en or physique.

### Les mines d'or sont historiquement sous évaluées et recèlent un potentiel de surperformance très important

Alors que l'or se stabilisait au cours des douze derniers mois après avoir enregistré une hausse de 700 USD en 2008 à 1900 USD au plus haut de 2011, les mines d'or ont déçu les investisseurs en n'étant pas en mesure de faire croître leurs marges d'exploitations aussi rapidement.

L'exploitation et la production d'or souffre en particulier de coûts de production toujours plus élevés, de difficultés techniques accrues d'exploitation des gisements et de réglementations toujours plus contraignantes rendant plus difficile l'exploitation des réserves. Les difficultés de financement rencontrées par certaines sociétés aurifères ne facilitent pas l'exploration et la mise en valeur des réserves. Dans un tel contexte, malgré un cours de l'or beaucoup plus élevé, les mines d'or ne semblent pas avoir

les moyens ou peut-être la motivation d'exploiter plus intensément leurs réserves. Elles n'ont peut-être tout simplement pas d'intérêt à surexploiter leurs réserves, mais il n'en reste pas moins que celles-ci existent et qu'elles méritent d'être valorisées à leur juste prix. Si nous n'anticipons pas de véritable hausse importante de la production, une reprise de la tendance haussière de l'or sera naturellement bénéfique aux sociétés minières. Historiquement, la corrélation entre les cours de l'or et des mines d'or (NYSE Arca Gold Bugs Index - HUI) est bien évidemment très élevée à long terme.

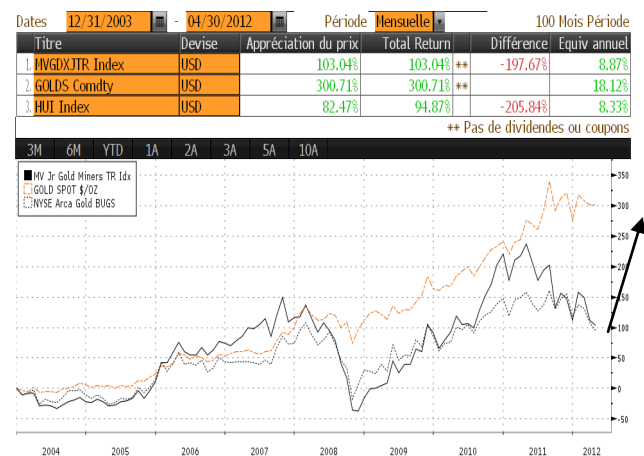
### Mines d'or (HUI) vs Gold spot USD (1994-2012)



Source : Bloomberg

Mais on observe que l'évolution de ces deux investissements peut toutefois diverger à court terme. C'est le cas depuis douze mois et cela s'était déjà produit dans la dernière correction importante du prix de l'or en 2008. Les mines d'or avaient alors chuté de concert avec l'ensemble du marché actions avant de rattraper leur retard et surperformer l'or pendant trois ans.

### Mines d'or (HUI) vs Gold spot USD 2003-2012



Source : Bloomberg

Au cours des derniers mois, l'or a enregistré une baisse de -15% tandis que les mines d'or chutaient de -36%. L'écart de performance a rarement été aussi important.

Les mines d'or se traitent aujourd'hui au niveau de 2008, alors que l'or se situe à plus de 60% au-dessus de son cours de 2008. Si les mines d'or ont effectivement déçu certains investisseurs par des résultats d'exploration décevants, leur valorisation est pourtant séduisante en comparaison historique. Les trois principales capitalisations boursières, Barrick gold, Goldcorp Inc et Newmont Mining Corp par exemple se traitent respectivement à 7.9X, 15X, 10X les bénéfices 2012.

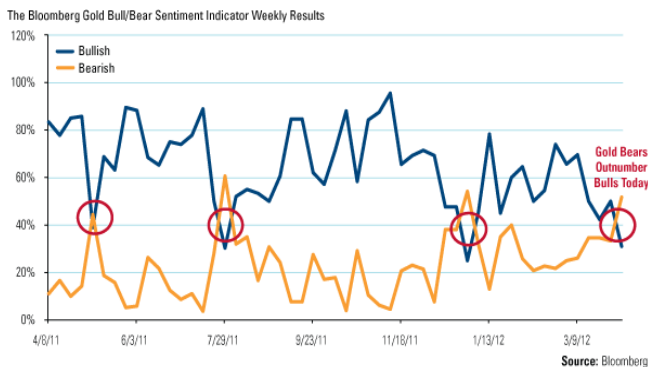
### Mines d'or (HUI) vs Gold spot USD 2011-2012



Source : Bloomberg

Aujourd'hui, le sentiment des investisseurs sur l'or et les mines d'or est donc naturellement très négatif.

### Indicateur de sentiment Gold (Bull/Bear)



Mais il est par contre extrêmement positif sur le dollar. Un indicateur « contrarian » intéressant qui pourrait laisser supposer qu'un facteur supplémentaire pourrait venir soutenir la thèse d'une reprise à la hausse très prochaine de l'or et des mines d'or.

### Indicateur de sentiment Gold (Bull/Bear)



### Indicateur de sentiment USD (Bull/Bear)



### Facebook représente la moitié du stock d'or détenu par le secteur aurifère

La valorisation de Facebook (80 milliards USD) représente déjà la moitié de la capitalisation boursière totale des 16 plus grandes sociétés aurifères (180) incluses dans l'indice des mines d'or HUI. Google (200) a déjà une valeur similaire et la moitié seulement de la capitalisation d'Apple (520) permettrait d'acheter la totalité des réserves d'or de ces sociétés. Comparaison n'est pas raison, mais à tout prendre, le secteur aurifère apparaît clairement sous-évalué.

### Conclusion : l'accélération récente à la baisse des cours de l'or et des mines d'or est une opportunité d'achat

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 SA**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch