

La chute de l'or papier occulte la hausse de la demande physique

La face cachée de la chute de -15% de l'or. Quelques minutes de panique, alors que la demande d'or physique se renforce sur le marché physique. Opportunité sur les mines d'or.

Points clés

- 2 pics de transactions exceptionnels
- Ventes en 1 heure égales au volume quotidien
- 1.5 mois de contrats pour 230 milliards de dollars
- 4'600 tonnes d'ordres : deux fois la production annuelle mondiale (2'700 tonnes)
- La préférence pour l'or physique se met en place
- Chute des stocks du COMEX de -30%
- Plus forte demande de règlement en physique depuis les années 70
- Transactions physiques concentrées chez JPM
- Où se trouvent les réserves des banques centrales ?
- Les mines d'or, une alternative au « shortage » d'or physique
- Une opportunité évidente pour une large majorité d'analystes : expected return +50%

La chute historique des cours de l'or papier n'a rien de fondamental. Une transaction exceptionnelle à l'origine de la panique.

Nous avons déjà abordé cette question dans notre analyse hebdomadaire de la semaine passée en rappelant que selon nous, les raisons invoquées dans la plupart des médias nous laissaient largement perplexes pour justifier un mouvement de cours aussi profond et brutal, alors que les fondamentaux pour l'or nous paraissaient tout autant solides qu'auparavant pour le moins.

La crise chypriote et l'annonce faite par ABN Amro, une importante banque européenne active dans le dépôt d'or physique, de son impossibilité à garantir la convertibilité en or physique de certains contrats, contrairement à ses engagements, n'étant pas de nature à rassurer les investisseurs sur la diminution des risques systémiques, renforçaient encore les fondamentaux pour l'or physique avant le 12 avril.

La rotation d'actifs pouvait bien être invoquée comme une raison crédible de la baisse temporaire de la demande d'investissement dans un climat boursier sensiblement plus optimiste depuis plusieurs mois. Une consolidation graduelle et ordonnée des cours de l'or semblait, dans ce contexte, correspondre effectivement à des changements d'allocations d'actifs favorisant temporairement les actifs plus risqués au détriment des actifs refuges. Le déclin observé entre octobre 2012 et mars 2013 des cours de l'or jusqu'au niveau de support de 1'550\$ l'once déjà atteint en septembre et décembre 2011, puis en mai 2012, nous semblait donc parfaitement cohérent dans un tel contexte. L'optimisme très élevé qui prévalait alors sur les marchés des actions aurait d'ailleurs tout à fait pu correspondre à un pic de désintérêt temporaire pour l'or et pour les actifs traditionnellement considérés comme des valeurs refuges, avant qu'une normalisation de l'intérêt relatif pour ces deux formes d'actifs « risqués » et « refuges » n'intervienne. Ce n'est toutefois pas ce qui s'est produit et il nous semble particulièrement intéressant d'essayer de décrypter les raisons, non fondamentales, qui ont probablement empêché cette normalisation de se produire.

Deux pics transactionnels exceptionnels de plus de 60'000 contrats futures en 30 minutes au COMEX !

Or papier en USD (contrat future juin COMEX)



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Le premier a provoqué le « break » du cours de l'or le 12/04 à 1'530\$ l'once, le deuxième a marqué le point bas vers 1'350\$ le 15/04.

Sans raisons manifestes fondamentales ou géopolitiques majeures, des transactions exceptionnelles représentant 77'318 contrats à terme en 30 minutes ont été suivies d'une nouvelle vague de 43'008 contrats dans les 30 minutes pour un montant global échangé d'environ \$18'409'878'000 (sur la base d'un cours de 1'530\$) en une heure.

Il y avait de quoi choquer les investisseurs à quelques minutes de la clôture des bourses européennes, puisque ces ventes massives se sont concentrées entre 16h00 et 17h00 en Europe. Il est donc normal rétrospectivement de constater qu'une certaine panique se soit installée dans de telles circonstances. Une panique qui a exacerbé le mouvement initial de baisse, en faisant plonger dramatiquement l'or à 1'480\$ en fin de séance (-5.02%) et chuter dans son sillage, les autres matières premières, ainsi que les mines d'or.

Les effets de ces transactions concentrées en une heure le vendredi se sont finalement développés plus nettement le lundi 15 avec des ventes importantes et régulières, toute la journée, d'investisseurs paniqués ou simplement provoqués par l'activation automatique de « stop-loss » à mesure que la dégringolade des cours s'accélérait. La chute de 1'480\$ à 1'350\$ (-9.11%) semble avoir été le signal à un retour en force d'acheteurs consécutifs à l'épuisement probable des ordres de « stop loss » protégeant les positions longues, qui avaient certainement exacerbé les positions spéculatives à la baisse en cours. La concentration des volumes de transaction observée une nouvelle fois entre 16h00 et 17h00 en Europe a marqué le point bas de la panique.

Le 12 avril, il y aura donc eu environ 374'000 contrats futures juin sur l'or échangés, qui ont provoqué une panique suffisante pour provoquer une explosion des contrats échangés à 700'000 unités le 15 avril, après le week-end, puis à 425'000 le 16 avril, avant que l'on assiste à une normalisation des volumes d'échange et une remontée graduelle des cours.

Avant cet épisode pour le moins étonnant, on enregistrait entre 45'000 et 200'000 transactions journalières, soit un volume moyen estimé à 18 milliards de dollars d'or papier (à 1'530\$ l'once d'or).

La lecture de ces chiffres montre bien le caractère exceptionnel des événements qui ont perturbé le marché de l'or et temporairement contaminé d'autres secteurs comme le pétrole ou les mines d'or.

Car c'est en fait exactement l'équivalent des transactions journalières moyennes des dernières semaines qui a été brutalement mis sur le marché entre 16h00 et 17h00 le vendredi 12 avril.

Un tel ordre, si tant est qu'il ait été passé par un seul courtier américain, comme cela semble avoir été le cas, n'avait aucune chance d'être correctement exécuté à la veille du week-end. De là à imaginer que le but ultime de ces opérations concentrées était de provoquer une panique sur l'or et déclencher des ventes massives, il n'y a qu'un pas.

En l'espace de deux journées complètes de bourse et de transactions entre le 12 à 16h00 et la clôture du 16 avril, ce n'est pas moins de 1.5 millions de contrats futures juin qui ont changé de mains.

Les transactions enregistrées ces trois jours représentaient ainsi environ 230 milliards de dollars d'équivalent en or.

En supposant que les achats observés le lundi entre 16h00 et 17h00 pour environ 100'000 contrats, correspondent aux ventes exceptionnelles réalisées en une heure le vendredi 12 - pour environ 100'000 contrats également - soient le fait d'un investisseur ou un groupe d'investisseurs agissant de manière coordonnée, les gains réalisés en un week-end se chiffrent à près de 2 milliards de dollars.

Un résultat financier assez fantastique en l'espace d'un week-end, mais qui n'était peut-être pas vraiment le but recherché. En effet, la vraie motivation de ces événements troublants, est plutôt à chercher du côté psychologique.

Car la chute brutale de l'or devait peut-être initialement avoir comme effet important de remettre en question l'appétit toujours très vivant des investisseurs privés de détenir de l'or physique au moment précis où des signes de pénurie apparaissent.

En trois jours, les ventes d'or papier se sont donc montées à près de 4'600 tonnes d'or soit près de deux fois la production d'or physique annuelle mondiale estimée à 2'700 tonnes.

Durant la seule journée du lundi 15, l'équivalent or papier correspondant à la quasi-totalité de l'or produit en un an dans le monde a changé de détenteur.

Des chiffres exceptionnels selon tous les standards. Il s'agit de 2% de la totalité de l'or jamais extrait, de 15% des réserves de toutes les banques centrales et de 14% des investissements en or.

Rappelons en effet que selon le World Gold Council, la totalité de l'or produit dans le monde depuis l'origine de l'extraction du métal jaune est estimée à 174'100 tonnes, soit environ 9 trillions de dollars. On estime que la moitié de cet or est détenue sous la forme de bijoux (84'600 tonnes) et que la part des banques centrales représente 17.3%, soit environ 30'000 tonnes.

Une activité extraordinaire avait aussi été observée auparavant sur les stocks d'or physique COMEX

La Commodity Exchange (COMEX), une division de la New York Mercantile Exchange (NYMEX) est le centre névralgique des opérations à terme ou futures sur les métaux précieux et l'or en particulier. C'est sur cette bourse que les contrats à terme juin sur l'or ont subi les mouvements exposés plus haut. Le COMEX fait partie du CME Group (Chicago Mercantile Exchange) et ne regroupe que cinq acteurs exclusifs autorisés à opérer sur ce marché. Ces cinq sociétés sont :

- Brink's, Inc
- HSBC Bank, USA
- JP Morgan Chase Bank
- Manfra, Tordella & Brooke, Inc.
- Scotia Mocatta

L'importance des transactions opérées ces derniers jours sur les contrats à terme d'or prend encore une autre dimension lorsqu'on réalise que celles-ci ont été exécutées par un nombre réduit d'acteurs.

Plus étonnant encore, l'évolution dramatique et la chute inquiétante des stocks d'or physique détenus par ces cinq sociétés au cours des derniers mois et même des derniers jours.

La préférence pour l'or physique se met en place au détriment de l'or papier

Depuis la fin du mois de décembre, les stocks du COMEX fondent à vue d'œil pris dans leur ensemble. Globalement, la chute des stocks d'or détenus par les cinq acteurs exclusifs du COMEX se monte aujourd'hui à -30%.

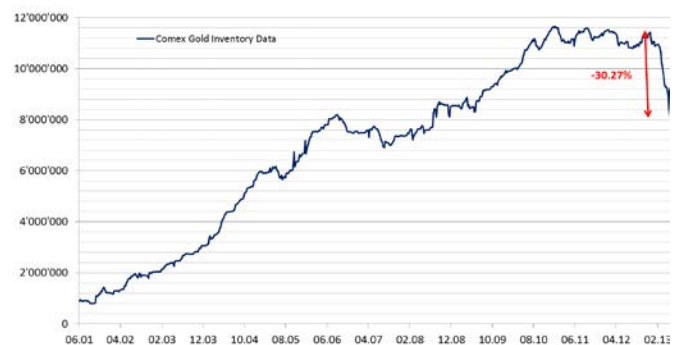
Il ne s'agit pas de valeur, mais bel et bien des réserves d'or physiquement déposées sous forme de barres et lingots dans les coffres ultra sécurisés de ses membres.

Ainsi, alors que les stocks représentaient environ 11.5 millions d'onces d'or entre 2011 et 2012, les demandes de règlement en or physique des positions futures se sont envolées en février,

marquant ainsi un très net changement d'attitude des investisseurs.

Si ceux-ci étaient historiquement peu intéressés à transformer leurs positions futures en or physique et se contentaient de règlement en cash de leurs transactions, désormais, de nouvelles motivations semblent les animer et les pousser à exiger le dénouement de leurs transactions de plus en plus en or physique. Alors que les livraisons physiques représentaient à peine 500'000 onces en décembre, mois pourtant déjà statistiquement fort, la demande d'or physique a littéralement explosé en février pour atteindre près de 1'400'000 onces, trois fois plus qu'en décembre. Les stocks du COMEX ont donc chuté de -10% en février sous l'impulsion d'une hausse de la demande d'or physique de particuliers ou d'acteurs institutionnels.

COMEX Gold Inventory Data



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Avant la crise chypriote, la demande d'or physique observée sur les livraisons physiques du COMEX avait encore progressé pour atteindre 1'000'000 onces. La tendance s'est accélérée en avril avec de nouvelles demandes de règlement de futures par des livraisons physiques de 1'300'000 nouvelles onces. **En quelques semaines les stocks du COMEX ont donc fondu de 11.5 millions d'onces à seulement 8 millions d'onces le 25 avril, soit à peine 250 tonnes.**

Alors que les explications affluent pour suggérer la fin du « bull market » sur l'or en raison d'une absence manifeste d'inflation et de la probable fin du QE3 américain, on assiste étrangement à la plus forte demande depuis les années 70 de livraison d'or physique au COMEX concentrée sur quelques semaines.

Une analyse détaillée des transactions du COMEX semble indiquer que, contrairement aux attentes, tous les membres du COMEX n'ont pas fait face aux mêmes exigences. Il semblerait même que la plupart des demandes de livraisons physiques ait été exécutée par une seule firme : JP Morgan. A supposer que la diminution des stocks soit le fait d'un seul acteur, 3.5 millions d'onces

auraient donc été livrées à un seul client, l'équivalent de 100 tonnes d'or physique.

Ce pourrait-il qu'un client très important de JP Morgan soit simplement à l'origine de ces transactions ?

Où se trouvent vraiment les réserves d'or physique des banques centrales ?

En Suisse, l'UDC a fait aboutir une initiative populaire intitulée « Il faut sauver l'or de la Suisse ». Une initiative qui interpelle tout de même la BNS, qui s'empresse de révéler pour la première fois de son histoire la localisation de ses réserves d'or. D'aucuns seront surpris de constater qu'il n'y a aujourd'hui aucun lingot déposé aux Etats-Unis et que le tiers des réserves de la BNS (1'040 tonnes) sont donc désormais « en lieu sûr » au Canada (10%) et au Royaume-Uni (20%).

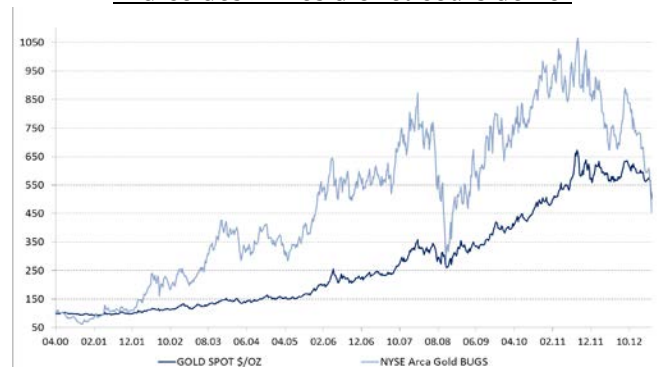
Intéressante information, tandis que l'Allemagne s'interrogeait déjà depuis quelques temps sur la vraie disponibilité et le rapatriement de ses réserves d'or déposées auprès des alliés depuis plusieurs décennies. Une partie des réserves de la Bundesbank est en effet aussi déposée à l'étranger auprès de la France (374 tonnes), du Royaume-Uni (450 tonnes) et des Etats-Unis (1500 tonnes). La décision récente d'exiger le rapatriement de 50% de ces réserves d'ici 2020, dont environ 300 tonnes des Etats-Unis, fait suite aux rumeurs persistantes, selon lesquelles il existerait une utilisation à diverses fins spéculatives de l'or stocké auprès de la Réserve fédérale américaine, et les autorités américaines auraient également refusé de procéder à un audit externe demandé par l'Allemagne.

La question de l'existence et surtout de la disponibilité de l'or physique déposé auprès de la Réserve fédérale sera probablement relancée après les événements de ces derniers jours. Nous reviendrons sur ce thème essentiel dans la détermination des fondamentaux et du rôle des banques centrales dans la poursuite du « bull market » pour l'or. Après tout, celles-ci ne sont devenues acheteuses nettes que depuis 2010 et devront clairement poursuivre leurs achats. La demande d'or physique des particuliers n'est pas prête non plus à diminuer comme le montre les dernières réactions de cette semaine.

Investir dans les mines d'or : une alternative performante au « shortage » d'or physique

Si l'or est peut-être déjà sorti de son « bear market » de 2 jours, les mines d'or n'ont pas encore profité du changement de direction du métal jaune. Les événements récents sur le marché de l'or ont affecté les mines d'or désormais très fortement sous-évaluées. Traditionnellement considérées comme un proxy plus volatile que l'or, les mines d'or sous-performent les cours de l'or depuis 2010.

Indice des mines d'or et cours de l'or



Sources : Bloomberg, BBGI Group

En 2008, l'or avait chuté de -33% de 1'032\$ à 682\$ avant de progresser de +278% à 1'900\$. Les mines d'or avaient chuté de concert et perdu -71% avant d'enregistrer une hausse de +425% jusqu'en 2011. La dernière chute de l'or inattendue a exacerbé le déclin des mines et le désintérêt de certains investisseurs pour ce secteur.

Aujourd'hui, les mines d'or présentent une opportunité d'investissement évidente pour une très grande majorité d'analystes du secteur. La hausse moyenne attendue est de +50% en douze mois.

Les sociétés aurifères bénéficient en effet de potentiels d'appréciation des cours très importants sur un an selon les prévisions presque unanimes des experts, compris entre +20% et +90%. Les capitalisations des quatre premières minières ne représentent que 73 milliards de dollars, soit à peine la valeur de l'UBS.

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