



## Géopolitique et inflation placent l'or dans les « starting-blocks » ?

L'accroissement des risques géopolitiques et les récents chiffres d'inflation remettent en lumière les fondamentaux positifs des métaux précieux. Retour du « bull market » ?

### Points clés

- Les risques géopolitiques supportent la hausse de l'or et de l'argent en juin
- La hausse probable des cours du brut aura un effet sur les indices de prix (CPI et PPI)
- Corrélation élevée entre inflation, or et pétrole
- Faibles anticipations inflationnistes
- Potentiel de surprise élevé
- Les taux se tendent tout de même aux Etats-Unis
- Première hausse de l'or sur deux trimestres depuis 2011 et depuis 2010 pour l'argent
- Rebond des positions spéculatives et retour des investisseurs sur l'or « papier »
- Positions physiques en ETF encore stables
- Reprise probable de la tendance haussière de l'or
- Surperformance de l'argent

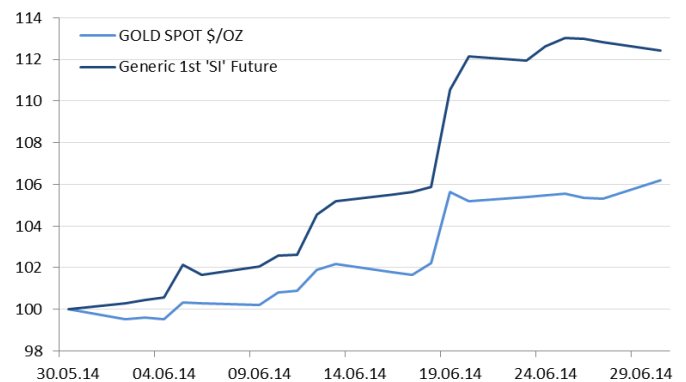
### L'accroissement des risques géopolitiques supporte la hausse des cours de l'or et de l'argent en juin

Depuis le début de l'accélération de la crise irakienne en juin et l'avancée rapide de l'EIIL (voir nos analyses hebdomadaires du 18 et 20 juin), l'or et l'argent ont progressé de +6.2% et +12.4%.

La progression de l'EIIL au cours des dernières semaines était ponctuée le 29 juin par l'annonce de la création d'un califat - désormais appelé « Etat Islamique » (EI) - chevauchant la frontière entre la Syrie et l'Irak.

Les conquêtes de l'EI et la proximité des combats de la capitale constituent une menace sérieuse pour la stabilité intérieure de l'Irak, mais elle représente aussi un risque majeur d'élargissement du conflit entre communautés chiïtes et sunnites présentes dans d'autres pays producteurs de pétrole du Proche et Moyen-Orient.

Cours de l'or et de l'argent (Juin 2014)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'Iran voisin, s'est déclaré prêt à intervenir en Irak pour défendre les intérêts de la population chiïte, et en particulier les lieux saints des imams chiïtes, et agite ainsi le spectre d'une régionalisation du conflit religieux. L'offensive actuellement en cours des troupes gouvernementales pour reconquérir les villes et territoires perdus pourrait bien faire rapidement retomber le niveau de risque en cas de succès. Sur le plan politique, l'aboutissement des nouvelles tentatives de constitution d'un gouvernement plus représentatif des diverses communautés présentes en Irak aurait également un effet positif, mais les obstacles semblent là aussi nombreux.

Entre-temps, les risques d'une guerre civile en Irak sont élevés et la partition du pays en trois zones distinctes - chacune contrôlée par les kurdes, les sunnites et les chiïtes - n'est de loin pas exclue. Pour l'instant, le conflit intérieur n'a pas encore d'impact majeur sur les cours du pétrole, en raison de l'éloignement des zones de production du théâtre des opérations militaires. Mais rappelons que l'Irak est le second producteur de l'OPEP (3.4 mbj) et qu'une hausse des tensions en Irak pourrait déstabiliser sa capacité à exporter et ainsi remettre en question l'approvisionnement pétrolier mondial. Mais c'est surtout la contamination du conflit religieux entre sunnites et chiïtes à d'autres pays du Moyen-Orient producteurs de

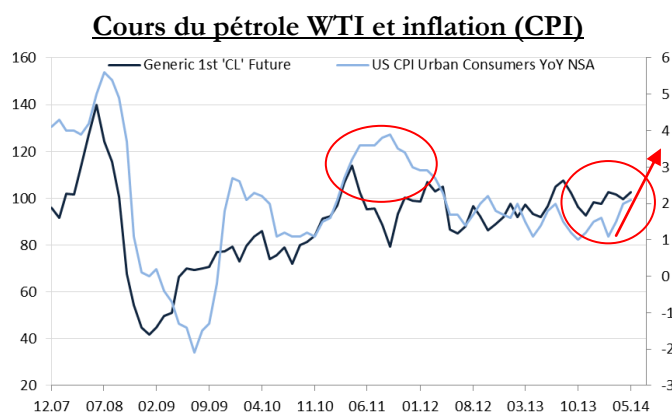
pétrole qui pourrait ultérieurement constituer une très mauvaise surprise pour les exportations de brut du Moyen-Orient.

**A court terme en tout cas, les cours de l'or et de l'argent ont déjà réagi en bondissant de +6.2% et +12.4%. Les risques géopolitiques au Moyen-Orient ont ainsi certainement eu un effet plus important sur les cours que les développements politiques en Ukraine.**

La crise en Irak ne devrait pas selon nous pouvoir trouver rapidement une issue positive durable. Elle affectera certainement le niveau des investissements pétroliers et freinera le développement attendu des capacités de production de pétrole, affectant ainsi l'aptitude de l'Irak à produire et à fournir des quantités grandissantes de pétrole au marché, lorsque la demande progressera à partir de 2015. **Les risques de hausse des cours de l'énergie sont ainsi aujourd'hui sous-estimés.**

### Une hausse du pétrole aurait un effet sur l'inflation (CPI) et l'or

L'indicateur de volatilité du pétrole ne suggère pas encore de changement majeur d'appréciation des risques des investisseurs, mais son niveau historiquement bas annonce certainement un mouvement d'amplitude sur les prix du brut au cours des prochains mois, en raison d'une dégradation possible du contexte géopolitique et d'une reprise de l'activité économique mondiale.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'AIE relevait récemment que l'OPEP devrait sans doute augmenter de 900'000 b/j sa production pour faire face à une probable reprise de la demande au dernier trimestre 2014.

**La corrélation entre les cours du pétrole (WTI) et l'inflation (CPI) aux Etats-Unis est relativement importante, comme le montre le graphique ci-**

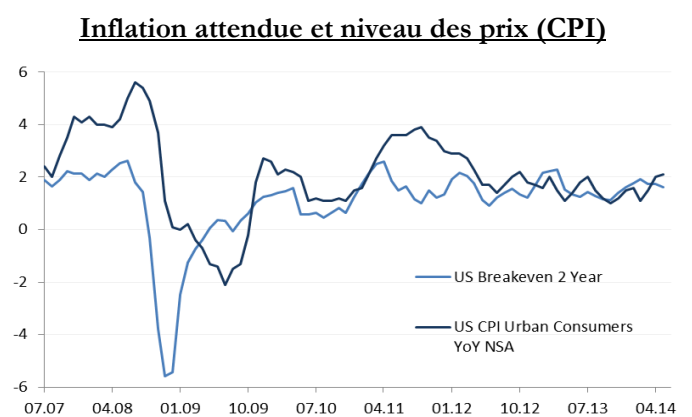
**dessus. Une hausse future des cours du brut devrait donc soutenir la tendance observée ces derniers mois de remontée de l'inflation.**

Entre 2011 et 2012, lorsque les cours du brut avaient bondi de 80 à 110 \$, l'inflation avait progressé de 1% à 4%. Pourtant, la tendance haussière observée à nouveau depuis 2012 sur les cours du brut, de 80\$ à 108\$, commence seulement à avoir un effet sur l'inflation en 2014. La stabilité des prix a fait maintenant place à une nouvelle tendance haussière, qui montre une progression annuelle du CPI de 1% à 2.1%, au-delà de l'objectif fixé par la Fed. L'indice des prix enregistrait ainsi en mai sa plus forte progression depuis un an (+0.4%).

### Projections négatives pour les taux d'intérêt réels favorables à la hausse de l'or

Malgré une révision négative de la croissance économique américaine au 1<sup>er</sup> trimestre, celle-ci devrait tout de même être au rendez-vous sur l'ensemble de l'année 2014, à l'image de la hausse de la production industrielle de +0.6% en mai et du taux d'utilisation des capacités désormais proche de 80%. **Dans cet environnement pourtant encore « soft », l'inflation est remontée aux Etats-Unis, tandis que les taux longs restaient relativement stables.**

**Elle est désormais à son plus haut niveau depuis 2012 et pourrait poursuivre sa progression vers 3.5% à 4% au cours des prochains trimestres et retrouver le niveau atteint en 2011.**



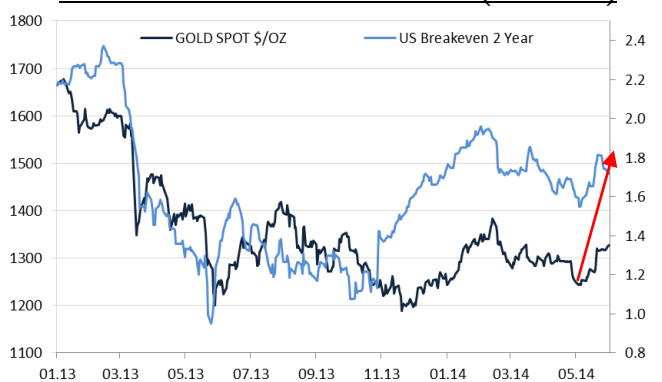
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La remontée récente de l'inflation n'inquiète pourtant pas encore les investisseurs, à en croire l'indicateur d'inflation anticipée à 2 ans, qui malgré une progression de 1% en novembre 2013 à 1.8% aujourd'hui ne montre pas encore un stress significatif. Pour l'instant, la présidente de la Réserve fédérale ne semble pas réagir non plus aux premiers signes de rebond de l'inflation, qu'elle qualifie de « bruit statistique ». Le ton général de Janet Yellen dans ses commentaires se veut rassurant pour ne pas

provoquer d'anticipations défavorables aux taux d'intérêt à long terme. Nous l'avons déjà relevé à plusieurs reprises, il nous semble que la Réserve fédérale prendra son temps pour remonter les taux directeurs, même si le niveau des prix progressera certainement comme nous l'attendons. L'indifférence de la présidente de la Fed a déjà eu un impact positif sur les cours de l'or, tout en restant sans effet apparent sur les anticipations inflationnistes observables sur les marchés obligataires.

**Ces investisseurs sous-estiment selon nous les risques de remontée de l'inflation, qui apparaissent pourtant comme un nouveau catalyseur probable d'une relance à la hausse des cours de l'or.**

### Inflation attendue et cours de l'or (2013-2014)

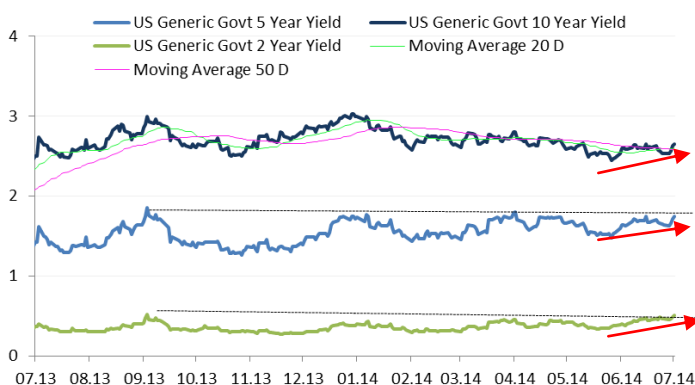


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au cours des dix-huit derniers mois, les cours de l'or ont été particulièrement corrélés aux fluctuations à court terme des anticipations inflationnistes. Les deux points bas des cours de l'or à 1200\$ l'once furent enregistrés alors que les anticipations inflationnistes rebondissaient de leurs plus bas niveaux en juin et décembre 2013.

**Un réajustement à la hausse de ces anticipations soutiendra très probablement la prochaine tendance haussière des cours de l'or... et des taux nominaux.**

### Taux d'intérêt du Trésor américain (2, 5, 10 ans)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**De leur côté, les taux d'intérêt réels devraient donc à nouveau glisser dans ce contexte de remontée graduelle de l'inflation.**

En effet, les marchés obligataires commencent à peine à se préoccuper des risques de remontée de l'inflation depuis le début du mois de juin. Les taux du gouvernement américain à 2 ans et 5 ans ont pourtant déjà retrouvé leurs sommets de septembre 2013 et avril 2014, tandis que les taux longs sont encore à 30 points de base des points hauts précédents.

**Or et argent à nouveau au-dessus de leur moyennes mobiles à 200 jours**

Les corrections observées sur les cours de l'or (-38%) et de l'argent (-62%) entre 2011 et 2014 ont été similaires à celles enregistrées en 2008 (-36% et respectivement -60%), avant la relance à la hausse de +181% pour l'or et de +460% pour l'argent. Les cours de l'or ont tenu à deux reprises le niveau de 1200 \$ l'once, et enregistrent pour la première fois depuis 2011 deux trimestres de suite de performances positives (+6.5% et +3.4%) en 2014.

La hausse récente de 1250\$ à 1330\$, provoquée notamment par la reprise de l'inflation aux Etats-Unis, replace l'or au-dessus de sa moyenne mobile à 200 jours et remet en question la tendance baissière initiée en octobre 2012.

Il faudra certainement un peu plus de certitudes sur les risques de remontée de l'inflation pour que les cours de l'or sortent de leur zone précédente de « trading » entre 1200 et 1400. Mais les fondamentaux du marché de l'or physique restent par ailleurs selon nous particulièrement positifs à moyen terme et feront l'objet d'une prochaine analyse hebdomadaire.

### Corrections et rebonds de l'or



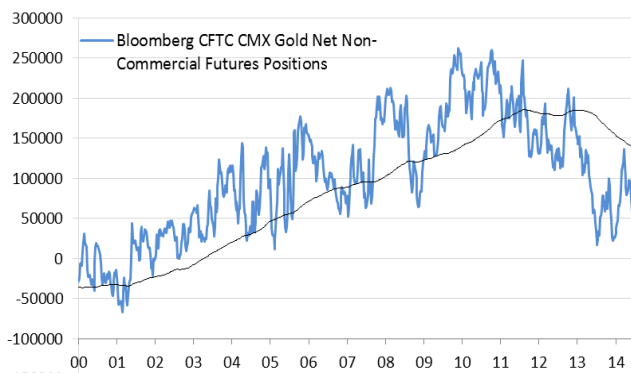
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les positions spéculatives ont été largement réduites depuis 2011, puisque les positions « long futures » non commerciales (CFTC CMX Gold net non commercial

future positions), qui avaient atteint 250'000 contrats lorsque l'or se traitait à 1900\$ l'once, ont fortement diminué en 2013 pour ne représenter que 16'500 contrats en juin. Cette réduction s'est produite au moment où les cours se stabilisaient à 1200 \$ l'once, ceci correspond au niveau des positions spéculatives observées en 2001 au début de la hausse séculaire de l'or à 300\$ l'once.

**Les positions spéculatives ont progressé en 2014 de 32'000 à 120'000 contrats, indiquant un début de retour des investisseurs sur le métal jaune. Ce niveau reste faible en comparaison historique et correspond à l'engagement observé lorsque l'or se traitait entre 400 et 600 \$ l'once entre 2005 et 2006.**

### Positions « long futures » non commerciales CFTC

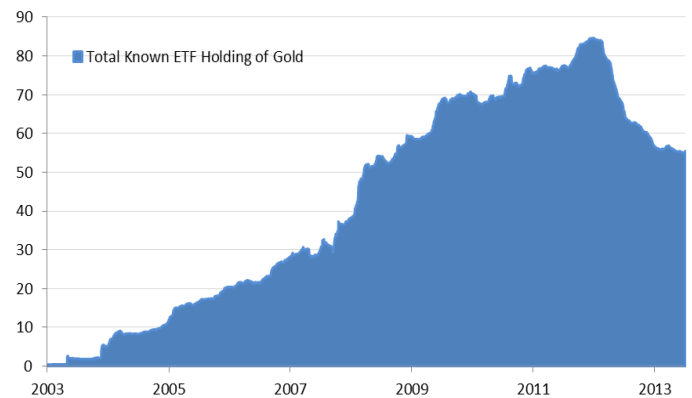


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais si les « hedge funds » semblent avoir retrouvé un intérêt pour l'or « papier », les investisseurs en ETF physique n'ont pas encore réagi au changement de tendance qui semble se dessiner. Le graphique ci-après montre en effet une stabilisation à 55 millions d'onces des positions totales détenues en or physique par les ETF dans le monde. Les ventes de positions par ces ETF au cours des derniers dix-huit mois se montent désormais à 30 millions d'onces, soit près de 35% des positions détenues en 2012. Ceci représente environ 930 tonnes d'or, ou plus d'un tiers de la production annuelle de métal jaune estimée à 2'600 tonnes.

**La situation géopolitique et le rebond de l'inflation sont de nouveaux catalyseurs susceptibles de raviver l'intérêt pour un marché délaissé aux perspectives pourtant attrayantes.**

### Positions totales en or physique détenues (ETF)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Quant à l'argent, sa correction « massive » fut suivie d'une longue période de stabilisation aux niveaux historiques de 2008 et 2010. La volatilité supérieure de l'argent devrait lui permettre de profiter plus nettement encore que l'or des nouveaux facteurs de soutien mentionnés.**

### Cours de l'argent



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Conclusion**

**Le retour de l'inflation et les tensions géopolitiques soutiennent le rebond des métaux précieux en 2014.**

**Les fonds spéculatifs s'engagent avant les investisseurs encore peu attentifs à l'amélioration des fondamentaux pour l'or et l'argent.**

**Le retour à une tendance haussière durable est aujourd'hui probable.**

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